

Карташов А. М.

*кандидат экономических наук, доцент,
Белгородский университет кооперации, экономики и права*

Гюнтер И. Н.

*кандидат экономических наук, доцент,
Белгородский университет кооперации, экономики и права*

Механизм формирования стоимости в сделках по слиянию и поглощению

Аннотация. В статье рассматриваются возможности увеличения стоимости капитала вложенного в сделки слияния и поглощения в результате применения оценочных технологий по выявлению стоимости объединенного бизнеса или компании-цели после ее покупки.

Ключевые слова: оценка стоимости бизнеса, слияния, поглощения, чистый денежный поток, синергетический эффект.

Mechanism of forming the value of the transactions on mergers and acquisitions

The summary: The article considers the possibility of increasing the value of capital invested in mergers and acquisitions as a result of evaluation technologies, to identify the cost of the business combination or the target company after purchasing it.

Keywords: estimation of cost of business, merger, acquisition, net cash flow, the synergy effect.

Основной целью совершения предпринимательских сделок является поиск выгоды и получение прибыли. Одним из специфических видов подобных сделок являются сделки по слиянию и поглощению компаний. Несмотря на то, что предметом сделки является такой специфический товар как бизнес, ее основной целью также является поиск выгоды и прибыли. В данной статье мы сделаем попытку разобрать механизм извлечения прибыли или выгоды.

Обычно эффективность сделки оценивается с позиции извлечения прибыли или дохода. Подобная оценка предполагает фактически

двойную сделку по покупке определенных активов с последующей их продажей по более высокой цене. Между этими актами купли продажи могут происходить другие действия предпринимателя по улучшению или переработке купленных активов. В случае с покупкой бизнеса лишь около 40% совершаемых сделок завершаются обратной продажей ранее купленного. В остальных случаях возникает необходимость оценки эффективности сделки на основании только вложенного капитала. В подобных случаях речь идет не о полученной прибыли или доходе, а о росте капитализации купленных активов, т.е. о приращении их стоимости. В дальнейшем мы будем делать акцент именно на возможности увеличения (получения) стоимости, а не извлечении прибыли. Предполагается, что рынок достаточно емкий и эффективный, чтобы правильно оценить актив и предложить за него равноценный денежный эквивалент.

Другим предположением, достаточно важным для понимания статьи, является оценка стоимости и возможности ее получения исходя из оценочных методик. Другими словами, управленцы для продажи компании приглашают профессиональных оценщиков и затем осуществляют сделку по продаже бизнеса для извлечения прибыли, исходя из указанной в отчете об оценке стоимости.

Согласно российскому законодательству и мировой практике при определении стоимости объекта оценки применяются три подхода к оценке, каждый из которых предполагает свой набор методов. Каждый из этих подходов использует разные показатели для расчета стоимости и предполагает свои механизмы формирования стоимости. [1, 2]

А. Доходный подход. Расчет стоимости основан на построении денежного потока и его преобразовании через ставки дисконтирования или капитализации. Попробуем установить какие действия менеджмента могут привести к увеличению рассчитываемой стоимости.

Основным мотивом сделок по слиянию и поглощению с позиции финансов является желание получить синергетический эффект. Обычно быстрое наращение денежного потока возможно при сокращении некоторых условно постоянных затрат — после объединения компаний становится возможным сократить часть аппарата управления купленного бизнеса, маркетинговый бюджет. Это наиболее очевидные и хорошо просчитываемые шаги в сделках по слиянию и поглощению всех видов, но наиболее часто при бессистемных портфельных инвестициях. В сделках по вертикальной интеграции бизнеса появляется возможность трансфертного ценообразования и снижения переменных издержек. Горизонтальная интеграция дает возможность снижения

постоянных затрат за счет большей загрузки оборудования, снижения фактора сезонности денежных потоков и монополизации цен. Построение финансового холдинга снижают издержки за счет наращивания объемов деятельности и привлечения дополнительного финансирования, а также оптимизации налогообложения [3]. Еще одной возможностью сделок по горизонтальным слияниям является снижение затрат на конкурентную борьбу.

Указанные выше варианты прямо влияют на величину чистого денежного потока и оценку стоимости. Однако, непосредственно на получение прибыли при перепродажи купленных активов эти действия окажут слабое влияние. Исходя из существующей практики оценки (горизонт планирования) необходимо получать увеличенный денежный поток в течение 3-5 лет. Гораздо больший эффект на расчет стоимости оказывает снижение ставки капитализации или дисконтирования.

При оценке стоимости бизнеса базой построения этих ставок является цена финансирования действующего бизнеса, сделки по покупке и купленного бизнеса после покупки. [4] Поскольку совершение сделки слияния и поглощения требует значительных вложений капитала, то стандартными схемами их финансирования является привлечение заемного капитала через выпуск облигаций и получение банковского кредита, а также оплата части сделки акциями компании-покупателя. В последнем случае необходимо заранее позаботиться о достаточном количестве объявленных акций.

Сделки любого типа предполагают два механизма снижения ставки:

- а) риски новой компании могут быть восприняты рынком как более низкие и тогда больше средств будет получено при выпуске облигаций;
- б) перспективы объединенной компании увеличат стоимость акций покупателя.

Построение финансового холдинга дает дополнительную возможность. Компетенция холдинга — работа на рынке капитала. Если этих компетенций будет достаточно, то для купленного бизнеса возможно резкое снижение цены заемного финансирования. Последний вариант является идеальным для быстрой перепродажи купленных активов и фиксации прибыли. Действительно, в последние докризисные годы на американском рынке преобладали сделки подобного типа. Во многом они вызвали завышение оценки существующих компаний и перегрев фондового рынка. Данный механизм является эффективным при покупке небольших компаний семейного типа, которые редко привлекают банковские кредиты и делают это по высоким ставкам для обычных заемщиков. Несмотря на то, что подобные компании регулярно созда-

ются и появляются на рынке, их количество все-таки ограничено и реализация данного механизма может носить массовый характер относительно небольшой период времени (5—7 лет). [3]

Б) Сравнительный подход. Он пользуется популярностью и слышит достаточно надежным с позиции определения стоимости. Однако при оценке компаний с ним связан ряд проблем [4].

Для наших целей данный подход наименее полезен в виду незначительного числа механизмов роста стоимости. Во-первых, сам факт совершения сделки слияния-поглощения оказывает непосредственное влияние на все последующие случаи оценки аналогичных компаний. Поэтому если какая-то сделка привела к переплате при покупке бизнеса, то все последующие покупки аналогов могут быть неэффективными с позиции дальнейшего роста стоимости. Отметим, что здесь справедливо и обратное построение. Факт дешевой покупки бизнеса расширяет рынок и эффективность последующих сделок.

Во-вторых, рост стоимости возможен при использовании ценовых мультипликаторов или отраслевых коэффициентов. Частично этот рост вызывается синергией при увеличении валовых показателей деятельности (выручка, прибыль, стоимость активов), но подобный вклад достаточно незначительный. Рост стоимости будет более значимым, если купленный бизнес со временем выйдет в новый диапазон значений коэффициента (например, от нижней границы коэффициента к верхней).

В) Имущественный подход. Он предполагает реструктуризацию активов и пассивов компании-цели.

Вариантами увеличения стоимости являются:

1. Привлечение хороших активов в компанию-цель после покупки последней: менеджмент, нематериальные активы и объекты интеллектуальной собственности, основные средства и земельные участки. Предполагается, что подобное привлечение поможет компании-цели решить имеющиеся стратегические недостатки и за счет более эффективного использования новой комбинации активов увеличить их рыночную стоимость и стоимость самой компании. Обычно подобная стратегия реализуется в рамках горизонтального поглощения и подобные сделки можно только приветствовать, поскольку они повышают эффективность экономики в целом.

2. Сокращение долговых обязательств, выраженных в ценных бумагах. При достаточно высокой репутации покупателя на финансовом рынке, новость о сделке может повлечь ожидания более высокой доходности обязательств, выпущенных компанией-целью, что в свою очередь повлечет снижение их котировок и создаст возможность досроч-

ного выкупа. Также компетенций сформированного финансового холдинга может быть достаточно для реструктуризации задолженности под более низкий процент новых обязательств. Ожидаемым результатом является рост стоимости чистых активов и компании в целом.

3. Если компания-покупатель обладает определенной репутацией бизнес-девелопера, то она может перенести часть своего гудвилла на компанию-цель с повышением стоимости последней.

4. Обратная синергия. Она является наиболее популярным мотивом рейдерских захватов. Вместо привнесения новых активов или очистки обязательств предполагается реструктуризация не активов, а организационной структуры компании-цели путем выделения новых самостоятельных подразделений с наделением их частью активов и пассивов исходного бизнеса. Часть активов цели могут перейти самому рейдеру. После того как купленный бизнес избавлен от «драгоценностей короны» он закрывается, а вновь образованные структурные подразделения продаются. Эффективность подобных сделок по созданию стоимости во многом определяются неэффективностью национального законодательства и фондового рынка, а также не развитостью рынка интеллектуальной собственности. Так в последние 10 лет подобные сделки стали популярны в отношении предприятий с участием в капитале Российской Федерации.

5. Более экзотическим вариантом, характерным для экономик переходного типа, являются горизонтальные поглощения с целью монополизации ресурсной базы. В качестве примера можно указать на алюминевые войны 90-х годов и монополизацию ГМК НорНикелем глиноземного сырья через покупку соответствующих заводов. Подобные сделки эффективны при слабости государственной власти и неэффективности антимонопольного законодательства и работы антимонопольных органов. Помимо очевидного влияния на денежные потоки (рассмотренное выше) подобные действия ведут к повышению стоимости самих активов

Как видим, большинство возможностей относятся к сфере действия имущественного и доходного подходов. Именно на них следует обращать внимание при расчете потенциального эффекта от сделки по слиянию и поглощению, менеджменту покупателя и цели. Также стоит отметить, что рынок оценивает потенциал сделки в основном через сравнительный и доходный подход используя недостоверную и неполную информацию. Подобная асимметрия также оказывает влияние на эффективность сделки и время ее реализации.

Отметим общие моменты для приведенных выше механизмов:

- само по себе увеличение масштаба бизнеса почти не оказывает влияние на рост стоимости. Исключением является перенос гудвилла и снижение оценки рисков объединенного бизнеса;
- основой роста стоимости является положительная дельта абсолютных изменений валовых показателей в результате выявления синергии или обратной синергии;
- часто фактором изменения стоимости является реструктуризация активов компании-цели с привнесением возможностей покупателя. В данном случае эффект повышения стоимости реализуется в рамках всех подходов и с большей вероятностью будет правильно учтен рынком;
- большинство изменений стоимости в рамках доходного подхода связано с изменением управления активами и состава самих управляемых активов, а потому доходный подход является вторичным в отношении имущественного. Также сравнительный подход является вторичным в отношении двух других, что впрочем, не сказывается на его популярности в оценке стоимости.

Используемые источники

1. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29.07.98 г. №135-ФЗ.
2. Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)»: Приказ Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. № 256.
3. Марк Скотт. Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ., М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.
4. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федоровой. М.: Финансы и статистика, 2006.