Махнёв Алексей Петрович. Рыночная стоимость акционерного капитала в условиях слияния и поглощения : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2001 160 c. РГБ ОД, 61:02-8/1039-9

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРОЦЕССОВ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ И НЕОБХОДИМОСТЬ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА 9

1.1. Анализ процессов концентрации и централизации в российской экономике 9

1.2. Роль акционерного капитала в развитии интеграционных процессов в российской экономике 24

2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АСПЕКТ ОЦЕНКИ ФОНДОВЫХ СТРАТЕГИЙ 39

2.1 Методы оценки рыночной стоимости акционерного капитала при обосновании инвестиционных решений в ходе слияний и поглощений 39

2.2 Сравнительный анализ методик и подходов к оценке рыночной стоимости компании 55

3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА, В ХОДЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ 72

3.1 Адаптация метода реальной созданной стоимости капитала к российским условиям 72

3.2 Некоторые аспекты применения метода реальных опционов в оценочной деятельности 95

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 114

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 123

ПРИЛОЖЕНИЯ

**Введение к работе**

Конец 1990-х годов характеризовался небывалой активностью в области корпоративных слияний и поглощения. Предпосылки такой активизации лежат в технологических и экономических изменениях, произошедших за последнее десятилетие двадцатого века. Наибольшая активность характерна для нефтегазового сектора, химической, автомобильной и фармацевтической промышленности, банковского и телекоммуникационного секторов, энергетики.

Российская экономика имеет относительно благоприятные предпосылки для процессов, связанным с корпоративным слиянием и поглощением. Однако, сохраняющиеся высокие инвестиционные риски сдерживают дальнейшую интеграцию нашей страны в международное экономическое сообщество. За два года после финансового кризиса не все финансовые и стратегические инвесторы позитивно оценивают преодоление последствий дефолта по государственным краткосрочным обязательствам и девальвации рубля. В итоге, кризис вызвал отток капиталов с российского фондового рынка, ликвидность ценных бумаг существенно снизилась. С другой стороны, девальвация рубля улучшила экономическое положение экспортно-ориентированных предприятий. Впервые за многие годы реформ стал возможным рост показателей промышленного производства, валового внутреннего продукта и золотовалютных резервов. Высокие мировые цены на нефть позволили нормализовать российскую финансовую систему. Они имели также и микроэкономический эффект: увеличившаяся прибыль российский нефтяных компаний была частично направлена на слияния и приобретения, в том числе международные.

В мировой экономической литературе огромное количество работ посвящено проблемам активизации процессов слияния и поглощения.

отражающих продолжающуюся концентрацию и централизацию капитала, а также растущую глобализацию деятельности компаний, либерализацию доступа на национальные рынки. Они нашли свое отражение в трудах классиков экономической теории А. Смита, Д. Рикардо, К. Маркса, в работах известных экономистов современности П. Самуэльсона, М. Фридмена, Ф. Хайека, Дж. Хикса и многих других авторов. В отечественной литературе можно назвать работы Грязновой А.Г., Дадаяна B.C., Абалкина Л.И. Алексеева М.Ю., Алехина и многих других.

Значительную роль при выполнении настоящего исследования сыграли работы Альфреда Раппапорта, Хейеса Сэмюэла, Пратта, Р. Шэннона, М.С. Адамсона, Л. Милтона Рока, Р. Брейли, С. Майерса, а также труды, посвященные оценке бизнеса на основе слияния и поглощения, таких зарубежных экономистов как Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин, и ряда других. Изучение теории и практики процессов слияния и поглощения во взаимосвязи с функционированием фондового рынка как сложной системы показало невозможность создания полноценной модели путем фрагментарного переноса и использования опыта развитых стран, а также необходимость учитывать специфические экономические условия современной России.

Недостаточная разработанность проблем, связанным с корпоративным слиянием и поглощением, в условиях усложняющейся экономической структуры, а также потребность в современных методах оценки компаний и определению возможного синергетического эффекта от слияния, обусловливают *актуальность выбранной темы диссертации.*

Актуальность проблемы с учетом доминирующих в настоящее время факторов развития российского рынка ценных бумаг определили выбор темы, формулировку цели и задач для исследования.

*Цель исследования*обусловлена необходимостью поиска новых подходов к управлению процессами слияния и поглощения, а также к методам оценки компаний.

Выбор цели предопределил следующие основные задачи:

Изучение закономерностей и особенностей процесса создания макроэкономических объединений в российской экономике;

Определение этапов становления акционерной формы собственности и механизма ее реализации в условиях российского фондового рынка;

Исследование необходимости, значения и места оценки акционерного капитала в структурной перестройке экономики;

Анализ тенденций корпоративных слияния и поглощения, основных факторов, влияющие на динамику данных процессов в нашей стране и за рубежом;

Изучение форм и методов оценки компаний при слиянии и поглощении, а также обоснование их экономической целесообразности;

Определение новых подходов к оценке компаний на основе реальной созданной стоимости и сферы их применения в российской практике.

*Теоретической и информационной базой*исследования являются труды отечественных и зарубежных ученых. При этом использовалось большое количество законодательных актов, статистических данных по вопросам акционирования и методам оценки акционерного капитала. В ходе исследования применялись системный анализ, обобщение,

логический и сравнительный анализ, группировка и другие методы обработки данных.

*Предметом исследования*настоящей работы являются экономические отношения, возникающие в процессе корпоративных слияний и поглощения во взаимосвязи с функционированием российского фондового рынка, а также с мировым финансовым рынком.

*Объектом исследования*является изучение элементов и процессов корпоративных слияний и поглощения, форм и методов экономической оценки компаний на основе этих процессов, играющих определенную роль в подъеме российской экономике.

*Методологической основой*исследования явились положения материалистической диалектики, общей экономической теории, финансов, денежного обращения и кредита, рынка ценных бумаг, труды отечественных и зарубежных ученых в этой области.

*Наиболее существенными результатами исследования,*выносимыми на защиту, являются:

На основе изучения отечественной и зарубежной литературы выявлены закономерности и специфика процесса создания макроэкономических объединений в нашей стране, а также сформулированы характерные признаки становления российского корпоративного сектора экономики на основе слияния и поглощения;

Обоснована экономическая целесообразность применения различных форм и методов оценки компаний при слиянии и поглощении;

" Выявлены объективные причины, влияющие на процесс создания макроэкономических объединений, путем проведения сделок по слиянию и поглощению

Определена четкая последовательность действий при проведении данных сделок, включающая детальный юридический и

экономический анализ реорганизуемых компаний, проведение оценки реальной рыночной стоимости, а также оценку эффекта от слияния для всех участников объединения.

В рамках работы обоснована необходимость использования стоимостных измерителей, отражающих единство материальных и стоимостных пропорций в макроэкономике, а также на межрегиональном и межотраслевом уровнях.

Обоснована необходимость разработки нетрадиционных подходов к оценке стоимости компании, в частности, метода реальной созданной стоимости и метода реальных опционов, а также определены направления совершенствования оценки компаний в ходе слияний и поглощений.

Даны методические рекомендации по проведению оценки рыночной стоимости компании на основе использования различных экспертных подходов и оснований. *Практическая значимость работы*заключается в том, что

разработанные лично автором или при его участии положения, рекомендации, методические материалы внедрены в деятельность инвестиционного банка «Гамма Групп». Теоретические положения, результаты, выводы и рекомендации исследования имеют прикладное значение для корпоративного сектора ценных бумаг России, расширяют и углубляют знания о формах и методах стоимостных оценок акционерного капитала.

*Апробация работы.*Основные положения диссертации опубликованы в 4 работах, общим объемом 1 п. л. Они доложены на двух научно-теоретических конференциях, использовались при чтении лекций в Санкт-Петербургском государственном университете экономики и финансов. Разработки нашли применение в практической деятельности Министерства экономического раз. - и торговли при

проведении реорганизации предприятий различных отраслей промышленности, а также при проведении оценки предприятий на торгах, проводимых Министерством по управлению государственным имуществом.

*Объем и структура диссертации:*работа изложена на 158 страницах машинописного текста, содержит 22 таблицы. Список использованных источников включает 160 работ.

*Во введении*обоснована актуальность темы, определены цели и задачи исследования, научная новизна и практическая значимость его результатов.

*В первой главе*«Экономические основы процессов слияния и поглощения и необходимость оценки рыночной стоимости акционерного капитала» рассмотрены закономерности и специфика процессов формирования макроэкономических объединений, базирующихся, прежде всего на акционерной форме собственности, механизмы перераспределения финансовых активов акционерных компаний на основе слияния и поглощения.

*Во второй главе*«Макроэкономический аспект оценки фондовых стратегий» исследуются вопросы оценки рыночной стоимости российских компаний с учетом мирового опыта.

*В третьей главе*«Совершенствование методов оценки рыночной стоимости акционерного капитала в ходе слияний и поглощений» с учетом экономической ситуации решаются вопросы поступательного развития форм и методов оценки рыночной стоимости компаний при слиянии и поглощении, а также рассматриваются новые виды оценки акционерной стоимости компании и их применимость с учетом российской специфики.

*В заключении*сформулированы основные выводы и предложения, вытекающие из результатов исследования.

## Анализ процессов концентрации и централизации в российской экономике

Концентрация и централизация производства выступают как объективные условия научно-технического прогресса, развития производительных сил и увеличения накопления. Несмотря на то, что концентрация и централизация производства по своей сущности -различные экономические процессы, они находятся в диалектическом единстве.

Концентрация производства предполагает, прежде всего, качественные изменения технической базы производства, основанные на использовании принципиально нового оборудования. Однако повышение уровня концентрации производства может обуславливаться и иными факторами, определяющими снижение удельных капитальных затрат, условно-постоянных расходов по выпуску продукции. При этом достигается увеличение размеров производства продукции и существенный рост накоплений.

Укрупнение размеров производства достигается, как правило, за счет слияния и поглощения нескольких действующих компаний в одну более крупную. Таким образом, в результате централизации производства осуществляется перегруппировка существующих в экономике производственно-хозяйственных структурных подразделений и финансово-кредитных ресурсов. В то же время, централизация производства в форме слияний и поглощений может осуществляться более высокими темпами по сравнению с концентрацией производства, поскольку она не ограничивается возможностями реального накопления и не находится в прямой зависимости от уровня развития технической базы производства.

Следует отметить, что укрупнение имеет оправданные масштабы интеграции предприятий, которые зависят от достигнутого уровня развития производительных сил, пределов управляемости производством, радиуса перевозок сырья, материалов и готовой продукции. Для нахождения оптимального объема производства таких предприятий учитывается целый ряд факторов, действующих в противоположных направлениях. Важно, чтобы с процессом объединения на основе слияния и поглощения предприятий открывались дополнительные возможности для повышения конкурентоспособности продукции. Несомненно, в каждой отрасли возможности объединения и их формы зависят от технических, производственных и экономических особенностей отрасли, географического положения предприятий, их хозяйственных связей и многих других факторов. Возможности для слияния и поглощения предприятий различных отраслей хозяйства более предпочтительны, если они тесно связаны между собой в производственном отношении и весьма эффективны в комбинировании.

По мере развития производительных сил и обусловленной этим концентрации производства частные предприятия перестают быть основой хозяйственной единицей, объективно вливаясь в систему более крупных экономических подразделений, соответствующих новым условиям комбинированного производства. Попытки сохранить экономический аппарат крупных объединений вроде банков, синдикатов, предпринимались в первые годы советской власти. В 1917 году был принят план осуществления политики экономической области, предусматривающий дальнейшее синдицирование промышленности.

Причем в этих крупных межотраслевых объединениях - трестах и синдикатах сразу же стали проводиться мероприятия по укреплению их самоокупаемости, по введению сдельной оплаты, соразмерению заработка с общими итогами работы и применению много другого, что было научного и прогрессивного в системе Тейлора.

Однако, практическое объединение предприятий в первые годы Советской республики было прервано гражданской войной и, только с переходом к НЭПу, был взят курс на объединение предприятий, прежде всего, в промышленности основанного на принципе хозяйственного расчета. Предусматривалось, что хозрасчетные объединения должны представлять собой определенную систему предприятий, определенный комплекс или комбинацию взаимно дополняющих друг друга предприятий для достижения в интересах общества наибольших результатов при наименьших затратах путем наибольшей слаженности всех стадий процесса воспроизводства, начиная от научно-исследовательских и конструкторских разработок, закупок сырья, специализации основного и вспомогательного производства и заканчивая сбытом готовой продукции.

## Методы оценки рыночной стоимости акционерного капитала при обосновании инвестиционных решений в ходе слияний и поглощений

Научный поиск конкретных путей дальнейшего интенсивного использования финансово-кредитных ресурсов при совершении сделок по слиянию и поглощению и их стоимостных измерителей имеет немаловажное значение для совершенствования управления процессами концентрации и централизации общественного производства в современных условиях. Один из таких путей - предоставление стоимостным категориям и измерителям активной роли в самом процессе экономического регулирования и достижение на этой основе реального единства материальных и стоимостных пропорций в макроэкономике, в межотраслевых, межрегиональных связях и объединениях.

Как известно, в послевоенный период в нашей стране получили развитие разработки по оценке национального богатства, формирования общественного продукта и национального дохода. Переход к рынку обусловил объективную необходимость оценочной деятельности в области отражения рыночной стоимости активов компании для целей бухгалтерской и финансовой отчетности, а также определения стоимости объектов приватизации.

Возрождение и дальнейшее развитие российской оценочной деятельности началось с принятия Верховным Советом РСФСР закона «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в РСФСР» от 03 июля 1991 года, где указывалось на необходимость оценки капитала приватизируемого предприятия, которая должна учитываться комиссией по приватизации наряду с ценовыми предложениями покупателей, а также социально-экономической значимостью объекта приватизации и его отраслевыми особенностями. На основе учета составляющих качественных и количественных характеристик стоимости капитала комиссия по приватизации определяла начальную цену продажи предприятия на аукционе, отражающую потенциально возможный размер выручки от продажи активов предприятия, либо давала рекомендации по определению величины уставного капитала формируемого акционерного общества (в случае сохранения предприятия), основываясь на оценке предприятия по его предполагаемой доходности. Тем не менее, отсутствие опыта обусловили явную недооценку объектов приватизации, которые были проданы по заниженным ценам, вследствие чего в российский бюджет ПОСТУПИЛИ незначительные денежные средства от приватизации. fbon- ..cHtjS /

В дальнейшем потребность в оценке активов по текущей рыночной стоимости возникает при определении эффективности направления инвестиций в реальный сектор экономики, при получении кредитов под залог недвижимости, при внесении имущественных вкладов в уставный капитал, при определении стоимости действующих предприятий (бизнеса) в условиях активной инвестиционной деятельности предприятий и государства.

Государственное регулирование оценочной деятельности предусматривает необходимость осуществления оценки активов при трансакции с активами, находящимися полностью или частично в федеральной собственности, собственности субъектов Российской Федерации, либо муниципальной собственности. Это относится, прежде всего, к сделкам, основанным на договорах по доверительному управлению государственным имуществом; к арендным сделкам с объектами госсобственности; при использовании объектов оценки в качестве предмета залога; при продаже или ином отчуждении объектов оценки, а также при возникновении разногласий по поводу исчисления налогооблагаемой базы. Таким образом, осуществление оценочной деятельности тесным образом увязывается с процессами структурной перестройки российской экономики, включая совершенствование механизма налогообложения и управления инвестициями.

## Адаптация метода реальной созданной стоимости капитала к российским условиям

Рост количества и объемов сделок по слиянию и поглощению, в которых стали принимать активное участие крупные инвестиционные банки, основной удельный вес которых получили сделки с использованием заемных средств (LBO)" , обусловил объективную необходимость и потребность в совершенствовании методологии оценки акционерного капитала компании.

Метод реальной созданной стоимости (EVA)" появился в начале 1960-х годов и строился на приоритетном использовании при оценке активов компании экономической, а не бухгалтерской информации. Ключевыми показателями, участвующими в определении рыночной стоимости акционерного капитала становятся экономическая прибыль, и норма прибыли, прямо пропорциональная риску. При этом рыночная стоимость компании выступает результатом рационального поведения инвесторов, определяющих в своих ожиданиях цены акций, а риск, связанный со структурой акционерного капитала, может быть оценен вне зависимости от активов компании и ее коммерческих рисков.

Тем самым, метод реальной созданной стоимости позволил связать метод дисконтированного денежного потока (DCF) как процесс и чистую приведенную стоимость (NPV) как результат деятельности компании, отражая реальную работу фондового рынка, на котором проявляется реальная рыночная стоимость компаний. Такое использование дисконтированного потока денежных средств и чистой приведенной стоимости, на наш взгляд, становится объективно необходимым в современных условиях при анализе инвестиционных проектов и сценариев развития фирмы.

Реальная созданная стоимость отражает эффективность деятельности предприятия, но при этом ее основное отличие от DCF заключается в том, что она учитывает стоимость всего используемого капитала. В то же время значение EVA - это нечто большее, чем просто показатель эффективности. Метод реальной созданной стоимости опирается на новые системы финансового менеджмента и учета компенсации руководству компаний и их сотрудникам.

Применение данного метода получило распространение крупными инвестиционными банками США и Западной Европы в середине 1990-х годов и, прежде всего, такими банками, как «Кредит Свисс Фёрст Бостон» или «Голдман Сакс», которые приняли данный метод в качестве одного из доминирующих при подготовке аналитических отчетов по компаниям. Эти изменения были обусловлены тем, что такие традиционные показатели оценки компаний, как отношения цены акции к чистой прибыли на акцию (Р/Е), рыночной капитализации к продажам, чистой прибыль на акцию (EPS) и другие аналогичные коэффициенты перестали отвечать потребностям инвесторов, поскольку не давали реальной оценки рыночной стоимости компании.