Сидоренко Юрий Сергеевич. Специфика оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 169 с. РГБ ОД, 61:06-8/4173

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Слияния и приобретения как фактор увеличения стоимости бизнеса 13

11 Экономическая сущность слияний и приобретений 13

12 Стоимость как основной критерий эффективности сделок слияний и приобретений 26

1.3 Влияние слияний и приобретений на стоимость компании 37

14 Премии за размер и контроль как факторы стоимости в рамках сделок слиянии и

приобретений 52

Глава 2. Оценка стоимости компаний для целей слияний и приобретений в России 63

2.1 Основные тенденции развития рынка слияний и приобретений в России 63

2.2 Классификация слияний и приобретений, основные формы структурирования сделок слияний и приобретений в России 69

2.3 Виды стоимости, используемые в оценке для целей слияний и приобретений компаний 81

2.4 Распределение создаваемой стоимости между участниками сделок слияний и приобретений,93

Глава 3. Совершенствование оценки стоимости компаний для целей слияний и приобретений 9S

3.1 Анализ влияния юридической структуры сделок слияний и приобретений на стоимость бизнеса 98

3.1.1 Возможность досрочного предъявления требований со стороны кредиторов 101

З.1.2, Выплата дивидендов после одобрения условий реорганизации 103

З.1,3, Разрыв в начислении амортизации для целей налогового учета 106

3.1.4 Образование бухгалтерского непокрытого убытка вследствие реорганизации 107

3.2 Влияние структуры капитала на оценку стоимости компании для целей слияний и

приобретений 114

3 3 Слияния и приобретения компаний со сложной структурой акционерного капитала 128

Заключение 140

Список использованной литературы144

Приложения 153

**Введение к работе**

Слияния и приобретения, а также их разновидность - поглощения публичных компаний, являются неотъемлемыми процессами любой рыночной экономики. Компании во всем мире стоят перед выбором модели развития: органический рост за счет расширения собственных производственных мощностей или активный рост за счет слияний и приобретений других компаний» Первая модель более консервативна, вторая - сопряжена с большим риском, но при этом может значительно увеличить благосостояние бенефициаров компании.

Мировая практика показывает, что рост масштабов бизнеса за счет слияний и приобретений (поглощений) позволил некоторым компаниям превратиться в лидеров в том или ином сегменте бизнеса и дал возможность в лучшей мере использовать свои конкурентные преимущества по сравнению с компаниями, выбравшими ограниченный рост в качестве модели своего развития. Процессы консолидации через слияния и приобретения не обошли стороной российскую экономику, В нашей стране уже существуют целые отрасли, структура которых сформировалась в результате волн слияний и приобретений независимых игроков рынка - нефтяная отрасль, черная металлургия, сотовая связь, целлюлозно-бумажная промышленность, пивная индустрия, цементная промышленность и др. Слияния и приобретения позволили компаниям Вымпелком и МТС превратиться в лидеров сотового рынка стран СНГ. Компания Русснефть за счет приобретений средних по размеру нефтяных компаний в 2004 году увеличила добычу нефти более чем в 5 раз и вошла в десятку крупнейших нефтяных компании России,

Объем рынка слияний и приобретений в России постоянно растет и в стоимостном выражении за 2004-2005 гг. составил более $ 70 млрд. При этом растет не только объем сделок, но и постоянно увеличивается их сложность. В структурировании слияний и приобретений активно используются инструменты и возможности финансовых рынков, в т.ч. международных. Появились такие сложные формы финансирования приобретений компаний

**4**как финансирование с использованием заемных средств, в том числе путем выпуска облигаций (LBO), выкупа компании за счет заемных средств ее менеджментом (МВО). С каждым годом все больше и больше сделок происходит с участием публичных компаний, появились первые сделки поглощения публичных компаний, которые на западе составляют значительную часть слияний и приобретений. Среди последних примеров -поглощение в марте 2006 г. публичной американской нефтяной компании Chapparal Resources, все активы и производственная деятельность которой сосредоточены в Казахстане, российской публичной нефтяной компанией ОАО «Лукойл». Широкое многообразие возможных форм структурирования слияний и приобретений и форм финансирования сделок, делающих возможным существенно изменять структуру капитала консолидируемой компании, значительно затрудняют ее оценку.

Заинтересованными лицами в оценке стоимости бизнеса и определении стоимостного эффекта планируемого слияния или приобретения являются как менеджеры консолидируемых компаний, так и их акционеры. При этом каждая из участвующих в сделке сторон проводит собственную оценку и анализирует влияние сделки на стоимость управляемого или принадлежащего бизнеса. В сделках слияний и приобретений с использованием заемного финансирования, когда предметом залога становятся акции консолидируемой в результате сделки компании, заинтересованными лицами в проведении оценки стоимости становятся кредиторы компании, которыми в большинстве случаев являются банки, предоставляющие или организующие заемное финансирование. Особый спрос на оценку и анализ влияния сделок слияний и приобретений на стоимость бизнеса рождают публичные компании. Общепринятой практикой при одобрении сделок слияний и приобретений публичными компаниями является получение заключения о справедливости финансовых условий сделки для акционеров компании (fairness opinion)- Заключение о справедливости обычно готовится инвестиционными банками в консорциуме

**5**с оценочными компаниями, которые выражают мнение о том, как сделка повлияет на рыночную стоимость компании и/или рыночную стоимость отдельных пакетов акций, и, соответственно, являются ли финансовые условия планируемой сделки справедливыми для акционеров и самой компании. Примерами недавних крупных сделок, в которых использовались заключения о справедливости, являются приобретение российской газовой монополией ОАО «Газпром» нефтяной компании ОАО «Сибнефть», слияния генерирующих компаний (ОГК и ТГК) в рамках реструктуризации ОАО «РАО «ЕЭС России», приобретение российской сотовой компанией ОАО «Вымпелком» мобильного оператора ЗАО «Украинские радиосистемы». По мере количественного и качественного роста российского рынка слияний и приобретений спрос на оценку в соответствующих целях будет только расти.

Оценка для целей слияний и приобретений - удел специалистов самих компаний и инвестиционных банкиров, что означает обладание наиболее полной информацией об оцениваемой компании, широкий доступ к рыночным источникам информации, наличие опыта проведения подобных сделок и знание их непубличных деталей, высокую квалификацию привлекаемых специалистов.

Между тем, согласно данным международной статистики, лишь только 40% сделок может быть признано успешными с точки зрения акционеров, поддержавших их. Остальные 60% сделок приводят к потере стоимости инициировавших их компаний1. Это, прежде всего, свидетельствует об ошибках, допущенных при планировании сделок, главным образом, при неправильной оценке стоимости компаний. Неточные результаты оценки объясняются как выбором изначально ошибочных прогнозов относительно перспектив развития бизнеса, так и неверно выбранной методологией его оценки, не учитывающей особенности и последствия выбранных вариантов финансового и правового структурирования сделки слияния или

1 Источник; Исследование McKinsey: Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж, Стоимость компаний: оиенка и управление. -2-е издУ Перевод с английского - М.: Олимп-Бизнес, стр, 438,

приобретения другого бизнеса. При этом использование западных методик оценки стоимости бизнеса для целей слияний и приобретений без их адаптации к условиям российской правовой среды невозможно.

Таким образом, объективная необходимость в совершенствовании методологии оценки стоимости бизнеса при слияниях и приобретениях с учетом специфики российского законодательства обусловлена как ростом количества и масштаба сделок, так и увеличением их сложности, В условиях консолидации отдельных отраслей российской экономики и активного использования слияний и приобретений как одного из инструментов перераспределения собственности в рыночной экономике все большее количество российских специалистов, занимающихся оценочной деятельностью, сталкиваются с проблемами оценки бизнеса для целей слияний и приобретений. Необходимость развития и совершенствования методологии оценки стоимости бизнеса для целей слияний и приобретений российских компаний формирует спрос на теоретические исследования, посвященные данной теме.

В экономической литературе проблемам, связанным со слияниями и приобретениями, посвящены работы следующих западных авторов - Зв, Боди, Р, Брейли, Дж. Ван Хорна, Р. Вестерфилда, Т. Галпина, П. Гохана, Б. Джордана, А. Лажу, С. Майерса, Р. Мертона, С. Рида, С. Росса, Е.Фама, Дж. Финнерти, М. Хэндона. Среди отечественных авторов, занимающихся проблемами слияний и приобретений, следует выделить - Ю.Б. Авхачева, МД. Аистову, И.КХБеляеву, И,Г. Владимирову, Ю.В. Игнатишина, Н.Ю. Канину, АД. Радыгина, Н.Б, Рудык, С.В, Савчука, ЕВ. Семенкову, НА Шмелеву, Р.М Энтова, МА. Эскиндарова. Данные работы уделяют внимание, прежде всего, описанию механизма реализации сделок слияний и приобретений и экономическим мотивам к реализации таких сделок. Существуют также ряд работ, посвященных вопросам оценки стоимости компаний и рассматривающих сделки слияний и приобретений как один из факторов увеличения стоимости компаний. Среди западных авторов таких

7 работ выделяются Д. Бишоп, А.Демодаран, В. Джениксон, М.Дженсен, IL Фернандез, ТКоллер, Т.Коупленд, Х.Лайтбоди, Дж. Мурин, Б. Пешеро, Р, Рубак, К. Феррис, Ф.Эванс. Данные работы не могут быть использованы без соответствующей адаптации к российской специфике ввиду разной степени развития российского и западного рынков слияний и приобретений и специфичных особенностей российской правовой среды. Исследования отечественных ученых, затрагивающих проблемы оценки бизнеса при слияниях и приобретениях, представлены работами СВ. Валдайцева, А.Б. Волчкова, А.Г, Грязновой, ЕЛ. Ивановой, И.В. Ивашковской, Т,В. Тазихиной; Э- Томилиной, М.А. Федотовой, Г .А. Шариновой, ОЛ-І. Щербаковой, К.Э. Эдонца. Большинство отечественных работ относится к периоду 1999-2001 гг. и не учитывает произошедший к настоящему моменту времени качественный рывок в развитии российского рынка слияний и приобретений, что выражается в появлении новых форм юридического и финансового структурирования сделок слияний и приобретений, а также большей прозрачности самих сделок. Специфичные вопросы оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях, связанные с вариантами структурирования сделки и ее финансирования, имеющими существенные последствия для бизнеса консолидируемой компании, а именно: юридическая структура сделки, изменение структуры финансирования компании, решение относительно судьбы привилегированных акций для компаний со сложной структурой акционерного капитала, изменение рисков бизнеса вследствие роста его масштабов за счет слияний и приобретений, изменение распределения долей акционеров консолидированной компании и др. остаются недостаточно исследованными.

Данное исследование направлено на анализ особенностей оценки стоимости бизнеса в рамках слияний и приобретений и разработку предложений по совершенствованию методов оценки стоимости бизнеса в рамках сделок слияний и приобретений с учетом особенностей

8 структурирования и реализации сделок слияний и приобретений российских компаний.

В рамках проведения исследования диссертантом были поставлены следующие задачи:

Уточнение понятий и классификация слияний и приобретений;

Анализ источников создания стоимости в результате сделок слияний и приобретений;

Исследование премий за размер и за контроль как ключевых факторов стоимости при реализации сделок слияний и приобретений для консолидируемых компаний и их собственников;

Выявление основных тенденций развития российского рынка слияний и приобретений;

Определение видов стоимости, используемых в рамках оценки при слияниях и приобретениях;

Исследование возможных форм юридического структурирования сделок слияний и приобретений в рамках российского правового пространства, влияние данных форм на стоимость консолидированной компании;

Анализ недостатков современных методов дисконтирования денежных потоков и определение подходов к оценке стоимости бизнеса при меняющейся структуре капитала. Подходы к анализу и оценке стоимости в рамках сделок с использованием долгового финансирования;

Анализ подходов к структурированию сделок, участниками которых выступают компании со сложной структурой акционерного капитала. Анализ необходимости и разработка подходов к оценке привилегированных акций.

Исследование проводилось на основе анализа и участия в конкретных сделках слияний и приобретений российских компаний, а также компаний стран СНГ и анализа российского, а также зарубежного законодательства.

Объектом исследования выступают сделки слияний и приобретений российских компаний и компаний стран СНГ, Предметом исследования является методология оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях.

Методология диссертационной работы основана на системном подходе к исследованию проблем оценки российских компаний (бизнеса) для целей слияний и приобретений. В диссертации использованы следующие методы научного познания: моделирование, абстрагирование, методы эмпирического исследования (наблюдение, сравнение, измерение), анализ, синтез, индукция и дедукция.. Графическое описание выполнено посредством графиков, диаграмм, схем.

Теоретической основой диссертации явились труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам слияний и приобретений и оценки стоимости компаний (бизнеса), В работе также использованы российские нормативно-правовые акты, материалы научных конференций, публикации в периодических изданиях, методические материалы российских и международных инвестиционных банков. Источником фактических данных явились базы данных финансовой информации Bloomberg, ISS, Reuters, СКРИН, Factiva, Mergermarket.

Исследование проведено в рамках п. 7.3. Паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

К основным результатам диссертационного исследования, обладающим элементами научной новизны, относятся следующие положения:

1, Определены и показаны во взаимосвязи виды стоимости, используемые при оценке для целей слияний и приобретений. При этом для целей оценки при слияниях и приобретениях введено понятие относительной стоимости, выражаемой с помощью коэффициентов

10 конвертации/обмена и не имеющей абсолютного значения. Определены подходы к расчету относительной стоимости (на примере электроэнергетических компаний);

1. В рамках действующих российских нормативно-правовых актов проанализировано влияние юридической формы структурирования сделки слияния/приобретения на стоимость консолидированной компании. В частности, выявлены: 1) влияние риска возможного досрочного предъявления требований кредиторов; 2) возможность перераспределения стоимости между акционерами реорганизуемых компаний путем выплаты дивидендов после одобрения финансовых условий сделки; 3) возникновение бухгалтерских убытков при реализации сделок,
2. Доказана возможность совершения ошибки при расчете стоимости компании при использовании традиционных методов дисконтирования денежных потоков (метода дисконтирования денежных потоков на инвестированный капитал и метода дисконтирования денежных потоков на собственный капитал) ввиду наличия циклической зависимости между предположением о структуре капитала оцениваемой компании и ее стоимостью;
3. На основе идеи расчета показателя скорректированной чистой приведенной стоимости (APV)3разработана и предложена к использованию модель раздельного дисконтирования составляющих денежного потока в качестве основного метода дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости бизнеса при слияниях и приобретениях. Показана целесообразность использования данной модели при проведении оценки и реализации сделок приобретения компаний с использованием долгового финансирования (LBO);

" Предложен С, Майерсом в работе: S. Myers, Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions // Journal of Finance,-March 1974, pp. 1-25.

5- Предложены варианты решения проблемы оценки российских привилегированных акций, возникающей при реализации сделок слияний и приобретений между компаниями со сложной структурой акционерного капитала. Предложены и исследованы подходы к определению соотношения между стоимостью привилегированных и обыкновенных акций: анализ биржевых сделок, исследование практики конвертации привилегированных акций в обыкновенные, анализ возможных денежных потоков и рисков владельцев привилегированных и обыкновенных акций. Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что ее основные положения, результаты, разработанные методики и рекомендации ориентированы на широкое использование инвестиционными банками, финансовыми консультантами, оценочными компаниями. Самостоятельное практическое значение имеют:

анализ влияния юридических вариантов структурирования сделок слияний и приобретений на стоимость консолидированной компании, исследование путей минимизации негативных стоимостных эффектов для консолидированной компании, связанных с формой структурирования сделки;

алгоритм расчета стоимости бизнеса (компаний) в условиях меняющейся структуры капитала, в т.ч. и за счет реализации сделок слияний и приобретений компаний (бизнеса) и структуры их финансирования;

подходы к оценке привилегированных акций и расчету справедливого отношения между стоимостью обыкновенной и привилегированной акций.

Материалы диссертации используются в преподавании учебных дисциплин «Оценка бизнеса» и «Оценка компании при слиянии и поглощении» на кафедре «Оценка и управление собственностью» Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

12 Результаты исследования используются в практической деятельности Управления слияний и поглощений и корпоративного консалтинга ОАО «Альфа-Банк» при оказании услуг финансового консультирования по вопросам слияний и приобретений компаний клиентам банка. В частности, используется методика оценки стоимости компаний для целей слияний и приобретений с учетом планируемой юридической структуры сделки и способов ее финансирования. По материалам диссертационной работы внедрена модель раздельного дисконтирования денежных потоков для компаний с меняющейся структурой капитала, используемая при оценке стоимости для целей слияний и приобретений и позволяющая более точно рассчитать рыночную стоимость консолидированной компании, в т.ч. при разных вариантах финансирования сделки.

## Экономическая сущность слияний и приобретений

Компании во всем мире стоят перед выбором модели развития: естественный, органический рост за счет расширения собственных производственных мощностей или экстенсивный рост за счет установления контроля над другими компаниями.

Под контролем над другими компаниями подразумевается возможность определять стратегию развития компаний и распоряжаться финансовыми и товарными потоками. Заинтересованность участников рынка в возможности контролировать другие компании порождает наличие рынка контроля над компаниями (рынок корпоративного контроля). Экономическая функция любого рынка состоит в наиболее эффективном распределении имеющихся ограниченных ресурсов. Рынок корпоративного контроля служит наиболее эффективному распределению производственных активов (в виде действующего бизнеса) к наиболее эффективным собственникам. Товаром на данном рынке выступают права контроля над теми или иными компаниями. Выражением данных прав контроля над компанией являются права собственности на акции/доли компании. В отдельных случаях, когда собственный капитал компании в результате ее неэффективной хозяйственной деятельности становится отрицательной величиной (компания находится в состоянии банкротства), правами контроля над компанией могут являться права требования кредиторской и иной задолженности компании.

Слияния и приобретения - одна из форм установления контроля над компанией и/или ее основными производственными активами, с помощью которой происходит полная или частичная передача прав контроля над компанией. В рамках слияний и приобретений права контроля над интересующей компанией обращаются либо на фондовом рынке, либо рынке сделок, в зависимости от публичности той или иной компании. На российском рынке слияний и приобретений большинство слияний и приобретений происходит посредством рынка сделок.

Еще одной формой установления контроля над компанией является внешнее управление - процедура, применяемая в рамках банкротства компании. Внешнее управление, а также другие процедуры банкротства не являются объектом исследования, и данный аспект рынка корпоративного контроля в работе рассматриваться не будет.

## Основные тенденции развития рынка слияний и приобретений в России

Так как исследование проводилось преимущественно на основе анализа сделок слияний и приобретений российских компаний, а также компаний стран СНГ, диссертант считает необходимым дать общую характеристику рынка слияний и приобретений данного региона - текущее состояние, динамика развития, основные тенденция, анализ структуры и др.

Для анализа тенденций на рынке сделок слияний и приобретений в России и странах СНГ, а также определения их места на мировом рынке М&А было проведено статистическое исследование. Исследование охватывало период с 1 января 2001 г, по 22 марта 2006 г, и включало сделки слияний и приобретений объемом выше $ 5 млн. Базой служила информационная база агентства MergerMarket, содержащая первичную информацию и описание основных параметров сделок слияний и приобретений, информация о которых стала публичной (публикации СМИ, пресс-релизы компаний, заявления участвующих сторон, конференции, комментарии аналитиков и др. публичные источники), В ходе данного исследования было также принято решение об анализе сделок слияний и приобретений компаний, ведущих деятельность в странах СНГ, так как большинство слияний и приобретений осуществлялось российскими компаниями, и сделки в данных странах являются сферой влияния российского капитала. Был также проведен сравнительный анализ с рынком слияний и приобретений Европы (включая страны СНГ). В ходе исследования на основе данных за первый квартал 2006 года были также построены прогнозы объема сделок на 2006 год. В результате исследования были получены следующие выводы.

## Анализ влияния юридической структуры сделок слияний и приобретений на стоимость бизнеса

Эффективность конкретного слияния или приобретения во многом зависит от правильности оценки экономических выгод, которые создает данная сделка. Наряду с дополнительными денежными потоками, возникающими в результате синергии между объединяемыми бизнесами, необходимо также принимать во внимание потенциальные расходы и негативные экономические последствия, возникающие в результате сделки. Одним из объектов пристального внимания при принятии решений об эффективности сделки и оценке ее стоимостного эффекта должна являться юридическая структура предполагаемой сделки.

Юридическая структура сделки, в силу действующих в данной юрисдикции нормативно-правовых актов, налагает определенные ограничения по отражению в бухгалтерском и налоговом учете хозяйственных операций, связанных с реализацией сделки. Требования и особенности действующего законодательства, применимые к возможным вариантам структурирования сделки, могут оказывать существенное влияние на стоимость консолидированной компании.

В этих условиях, помимо оценки рыночной стоимости объединяемых компаний, а также инвестиционной стоимости синергетического эффекта, необходимо учитывать влияние на рыночную стоимость объединенной (консолидированной) компании денежных потоков/оттоков и рисков, являющихся следствием конкретной юридической структуры. з ц,п

С топки зрения юридического сгруїсгурировавия сделок слияний ш приобретений существует два .

Второй вариант - структурирование сделок в форме реорганизации юридических лиц - может приводить к более значительным налоговым и иным последствиям, возникающим вследствие особенностей бухгалтерского оформления операций в подобных сделках.