Федорова Екатерина Сергеевна. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 146 с. РГБ ОД, 61:06-8/2149

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Экономические основы слияний с позиций фондового рынка 10

1.1. Способы оценки результатов слияний на зарубежном фондовом рынке 10

1.2. Влияние процессов слияний компаний на курс акций на российском фондовом рынке 23

1.3. Источники создания ценности при слиянии компаний 38

Глава 2. Причины слияний и их классификации на фондовом рынке 46

2.1. Мотивы слияния компаний 46

2.2. Классификация слияний по способам и инструментам их финансирования 65

2.3. Модель предварительного анализа целесообразности слияния компаний 77

Глава 3. Определение стоимости компаний в процессе слияния в

российских условиях 89

3.1. Подходы к оценке стоимости объединяющихся компаний 89

3.2. Определение синергетического эффекта от слияния компаний 108

3.3. Методика оценки стоимости объединенной компании с учетом синергетического эффекта 118

Заключение 130

Список литературы 134

Приложение

**Введение к работе**

Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена все возрастающей ролью оценки бизнеса и в данном конкретном случае оценки публичных компаний в процессе слияний на российском рынке.

В настоящее время Россия переживает уже вторую волну слияний, которая вызвана высокими ценами на нефть, большими доходами от экспорта.

Покупка крупных российских активов стратегическими инвесторами проблематична, поскольку качество наших активов довольно низкое, а вопросы слияний в России почти не урегулированы законодательством. Слабый авторитет и эффективность государства открывают дорогу в том числе такому явлению, как слабая защищенность прав собственности.

Очевидно, что отечественным компаниям не удастся избежать тенденции к укрупнению капитала, если они хотят быть конкурентоспособными как на локальном, так и на международном уровне.

Однако подобный экстенсивный рост путем приобретения новых предприятий таит в себе не только потенциал для расширения, но и опасность уничтожения стоимости акционеров. Статистика сделок по слияниям сигнализирует о необходимости правильно выбирать потенциальную цель. Результаты исследований подтверждают тезис о неоднозначности оценок эффективности слияний компаний. По последним исследованиям аналитиков и аудиторских компаний больше половины компаний, предпринявших попытку слияния между российскими компаниями, а также и вступивших в альянс с международными, отстают в своем развитии.

Несмотря на заметную эволюцию, наблюдаемую в сфере оценочной деятельности в последние годы, вопросы оценки слияний на фондовом рынке незаслуженно остаются в стороне. И хотя жесткой регламентации действий оценщика здесь не требуется, его деятельность нуждается в дальнейшей систематизации и научной проработке вопросов оценки стоимости компаний для целей слияний, осуществляемых посредством фондового рынка. Нужна статистика сделок, их анализ. Требуются базовые методики. На таком конкурентном рынке, как рынок слияний, финансовый посредник должен предложить клиенту нечто большее, чем просто квалификацию оценщика. Ответ на вопрос создает ли сделка дополнительную стоимость (синергию) акциям компании помогает не только принять решение о совершении сделки, но и правильно оценить возможную цену приобретения.

Таким образом, актуальность исследования оценки публичных компаний в процессе слияний обусловлена необходимостью:

• Выявления основных тенденций процесса оценки компаний как на зарубежном рынке, так и на российском рынке;

• Определения наиболее подходящего способа оценки для целей слияний между компаниями;

• Анализа основных синергетических выгод и разработки универсальной методики определения синергетического эффекта;

• Создание определенных правил в процессе оценки;

Степень научной разработки проблем оценки стоимости публичных компаний в процессе слияния определяется уровнем развития российского фондового рынка и рынка оценочной деятельности. В работах зарубежных авторов представлены результаты многочисленных исследований, направленных на изучение взаимосвязи процесса слияния публичных компаний и изменение их курса акций на фондовом рынке. В работах российских исследователей представлены отдельные аспекты и методики определения стоимости компании без учета синергетического эффекта с применением как затратного и сравнительного, так и доходного подходов.

Однако в центре внимания большинства исследователей находятся общие принципы формирования стоимости компании под влиянием различных факторов. В то время как данное исследование направлено на изучение возможностей определения стоимости публичной компании именно в процессе слияния с учетом возможных синергетических эффектов при помощи доходного подхода.

Осталось также множество не исследованных или спорных проблем, которые требуют своего решения. Так, необходимо теоретическое осмысление и практическое применение таких аспектов определения стоимости компании в процессе слияния, как определение возможных рисков, которые могут негативно повлиять на процесс всей сделки, а также принятие новых законодательных мер в области оценки. К тому же, данная область экономической науки требует обобщения уже накопленных, но разобщенных знаний и выработки практических рекомендаций.

Целью диссертационного исследования является разработка методики оценки стоимости компаний в процессе слияния на фондовом рынке с учетом российской специфики.

В соответствии с поставленной целью работа была ориентирована на решение следующего комплекса взаимосвязанных задач, определивших логику диссертационного исследования и его структуру:

- обосновать необходимость разработки методики оценки стоимости публичных компаний в процессе слияния с учетом специфики российского рынка, а также проанализировать влияние вышеупомянутых процессов на курс акций объединяющихся компаний на российском фондовом рынке;

- выделить причины интеграции компаний, а также их влияние на стоимость объединяемых компаний; сформулировать и классифицировать слияния в соответствии со способами и инструментами их финансирования на российском рынке;

- разработать системную диагностику целевой компании при помощи модели, которая могла бы учитывать взаимодействие компании с окружающей средой, а также подчеркивать главный аспект и зависимые от него вопросы, которые в своей совокупности и будут взаимодействовать с внешней средой;

- определить границы применения каждого из трех подходов для оценки стоимости публичных компаний, выявить достоинства, недостатки и общие направления использования каждого из методов;

- разработать эффективную методику оценки стоимости публичных компаний на российском рынке с учетом синергетического эффекта с помощью ранее выбранного подхода, который бы удовлетворял такому процессу.

Объектом исследования является рынок ценных бумаг и рынок корпоративного контроля.

Предметом исследования служат процессы и способы оценки компаний, основанные на синергетическом эффекте.

Методологической и теоретической основой диссертационного исследования являются общенаучные методы познания: диалектика, системный и логический анализ экономической информации и практического опыта, классификация и группировка, исторический и экономико-статистический методы. В совокупности с использованной экономической информацией и теоретическими положениями, сформированными в диссертационном исследовании, эти методы позволили обеспечить достоверность полученных результатов исследования и обоснованность выводов.

При написании диссертации в качестве теоретической базы были использованы научные труды зарубежных и российских ученых, специализирующихся на проблемах оценки бизнеса, включая и оценку компаний, а также такой узкий аспект как оценку компаний в процессе слияний, в частности следует упомянуть В.А. Галанова, Я.М. Миркина, Е.В. Семенкову, Тимоти Дж. Галпин, Марк Хэндон, Асвата Дамодарана, Кеннета Ферриса, Барбару Пети, Тома Коупленда и других российских и зарубежных ученых и экономистов.

Эмпирическую основу исследования составили:

- законодательные акты Российской Федерации, США и других стран, нормативные документы Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации, регулирующие обращение акций на открытых рынках;

- статистические и справочные материалы, отчеты крупнейших эмитентов, аналитические и обзорные материалы отечественных и зарубежных институтов и информационных агентств, а также информация фондовых бирж;

- публикации в специальной периодической печати России и зарубежных стран, материалы научных конференций.

Научная новизна результатов исследования заключается в том, что:

- выделен дополнительный фактор - фактор перераспределения к уже описанным в литературе факторам, вызывающим рост благосостояния акционеров при слияниях за счет экономических потерь других заинтересованных сторон;

- обоснована необходимость использования более «широкого окна анализа» поведения курса акций компаний по сравнению с «окном анализа», предложенным зарубежными экономистами из-за меньшей развитости российского фондового рынка и асимметричности информации на нем;

- при рассмотрении процессов слияний компаний с позиции максимизации прибыли и влияния на стоимость компаний, большинство причин, побуждающих компании к интеграции, были разделены на такие группы как: уменьшение издержек предприятия, внеэкономические причины и увеличение прибыли;

- представлена новая классификация слияний в соответствии со способами и инструментами их финансирования на российском рынке;

- разработана системная диагностика целевой компании при помощи Комбинированной модели, которая может применяться как крупными, так и средними предприятиями, учитывать взаимодействие компании с окружающей средой, а также подчеркивать главный аспект и зависимые от него вопросы, которые в своей совокупности и будут взаимодействовать с внешней средой;

- понятие «синергетического эффекта» разложено на два составляющих его понятия, а именно понятие «синергии издержек» и «синергии прибыли». Синергия издержек проявляется как результат обретения каждой из интегрирующихся компаний возможности использовать ресурсы, имеющиеся у другой компании. Синергия прибыли включает в себя только синергию, возникающую за счет увеличения прибыли при росте продаж, и обнаруживается в случае, если у компаний в результате объединения недостающих каждой из них в отдельности ресурсов появляется качественно новый ресурс;

- на основе доходного подхода, который был выделен как наиболее объективный и информативный в определении стоимости бизнеса при слияниях, разработана методика оценки объединенного бизнеса.

Практическая значимость исследования состоит в следующем:

- разработана методика определения стоимости публичных компаний на российском рынке, которая может использоваться непосредственно компаниями, занимающимися оценочной деятельностью.

разработана модель системной диагностики целевой компании, которая может учитывать взаимодействие компании с окружающей средой, а также подчеркивать главный аспект и зависимые от него вопросы.

выработана формула определения возможных синергетических эффектов в процессе слияния публичных компаний на российском рынке.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования используются на практике специалистами Института оценки собственности и финансовой деятельности при оказании услуг публичным компаниям. Автор диссертации периодически привлекается в качестве независимого консультанта на проекты и семинары, касающиеся его исследований. Отдельные положения диссертационного исследования используются в РЭА им. Г. В. Плеханова в учебных дисциплинах «Оценочное дело» и «Акционерное дело». Результаты исследования излагались диссертантом на ежегодных научных конференциях, проводимых в РЭА им. Г. В. Плеханова. По теме диссертации опубликованы 4 научные работы общим объемом 1,5 п.л. Также результаты и данные диссертационного исследования могут послужить основой для дальнейшей научной разработки затронутых проблем.

## Способы оценки результатов слияний на зарубежном фондовом рынке

Можно с уверенностью сказать, что в ближайшие годы среди предпринимателей наиболее популярным понятием будет капитализация. Высокая капитализация бизнеса — это и дешевые кредиты и инвестиции, и защита от недружественных слияний, и позиционирование себя в бизнес-элите. Наконец, это возможность достойного выхода из бизнеса, что становится актуальным для многих предпринимателей, основавших свое дело в конце восьмидесятых — начале девяностых годов. Иными словами, от выкачивания денежных потоков и серых схем бизнес переходит к формированию рыночной стоимости.

Однако в рамках старых бизнес-моделей, основы которых были заложены еще в период приватизации, сделать это практически невозможно. Хаотичный состав бизнес-портфелей крупных компаний и их избыточная диверсификация, неэффективная деятельность корпоративных центров скорее способствуют снижению, чем росту их рыночной стоимости. Поэтому уже сейчас компании понимают необходимость структурных преобразований и рассматривают альтернативные варианты реструктуризации.

Опыт развитых стран показывает, что одним из эффективных способов повышения капитализации является реструктуризация бизнеса. Одно лишь известие о планах структурной перестройки компании, одобренное инвесторами, может привести к росту котировок акций на десятки процентов.

Именно поэтому сейчас российские предприниматели особое внимание уделяют реструктуризации.

В принципе, реструктуризация проводилась пять, десять лет назад, будет проводиться и впредь. Однако, если раньше менеджмент и собственники российских компаний пользовались в основном инструментарием оперативной реструктуризации, то сейчас компании все больше обращаются к методам стратегической реструктуризации, направленным на повышение инвестиционной привлекательности бизнеса и рост его стоимости.

Первые примеры успешной стратегической реструктуризации в России уже есть, и с каждым годом число компаний, заинтересованных в стратегической реструктуризации, становится все больше. Поэтому в ближайшие два-три года ожидается усиление реструктуризационных процессов, особенно процессов, направленных на упорядочивание активов.

Как правило, российские компании проводят работу с активами в три этапа. На первом этапе происходит упорядочивание структуры активов малых непрофильных бизнесов, на втором — вспомогательных бизнесов с целью «выпрямления» издержек, на третьем осуществляется оптимизация структуры портфеля крупных непрофильных бизнесов.

В конечном счете, специализация компаний на более узких сегментах рынка и направление всех доступных ресурсов (полученных в том числе и за счет продажи непрофильных бизнесов) на их развитие становится ответом бизнеса на необходимость конкуренции с крупными глобальными игроками. За счет фокусирования на одном виде бизнеса российские компании получают возможность сократить отставание от своих мировых конкурентов, которое наблюдается во многих отраслях перерабатывающего сектора экономики. Убыточные же непрофильные активы часто просто не дают компаниям эффективно развиваться.

Помимо работы с непрофильными активами, дополнительными факторами увеличения капитализации компании на российском фондовом рынке могут стать экспансионная политика компаний на рынке, а также слияния с крупнейшими международными корпорациями. Конкуренция вынуждает компании активно искать новые стратегии развития. Объединение компаний - один из видов стратегии, доступных для повышения конкурентоспособности. Альтернативой такому расходованию денежных средств является инвестирование в модернизацию, расходы на органический рост.

Недружественное слияние компаний будет целесообразным, если приобретение компании-цели обойдется дешевле, чем создание аналогичного стратегического преимущества за счет внутреннего развития. Считается, что приобретение бизнеса приносит опыт, готовые технологии, состоявшиеся брэнды, клиентскую базу, репутацию и позволяет быстрее достичь поставленных целей.

Как известно, из десяти стартовых бизнесов только один оказывается успешным. Приобретение - это возможность не вкладываться в девять безуспешных попыток, так как любой выход в новый продукт, даже в смежном сегменте, - это небольшое начало нового бизнеса. Потребительские предпочтения, доли рынка уже сложились, и передел рынка потребует непропорциональных вливаний.

Часто очень важно учитывать фактор времени при выходе на рынки: выигрывает тот, кто пришел первым. Задержка может обернуться потерей потребителей, у которых ко времени выхода на рынок уже сложатся потребительские предпочтения.

## Мотивы слияния компаний

Если в начале столетия одним из основных стимулов слияния компаний было сокращение транспортных расходов, то последняя волна конца 90-х была обусловлена прежде всего снижением стоимости телекоммуникационных услуг, а также достижениями в области информационных технологий. Снижение оперативности обмена информацией и, как следствие, управляемости при достижении определенного размера тормозило дальнейший рост ТНК. С появлением таких информационных технологий, как электронная торговля и электронный документооборот, границы роста значительно расширились.

Дешевая и эффективная сеть коммуникаций позволяет фирмам размещать различные составляющие производств в разных странах, сохраняя при этом прямые организационные и информационные контакты, непосредственное управление товарными и финансовыми потоками.

Современные информационные технологии также уменьшили необходимость физических контактов между производителями и потребителями и позволили некоторым услугам, которые ранее невозможно было продать на международных рынках, стать объектом торговли. При этом значительно (в разы) сократились издержки обслуживания оборота товаров и услуг.

Теория и практика современного корпоративного менеджмента выдвигает достаточно много причин для объяснения слияний компаний. Выявление мотивов слияний очень важно, именно они отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. А рост капитализированной стоимости объединенной компании является целью большинства слияний. Однако большинство работ имеют фрагментарный характер и страдают отсутствием системы, что приводит к повторениям и размытостью четких границ между отдельными мотивами.

## Подходы к оценке стоимости объединяющихся компаний

Стратегические инвесторы приобретают активы, которые в случае их включения в бизнес-структуру покупателя обеспечат выгодное использование сильных сторон и укрепление слабых, т.е. достигается синергетический эффект от объединения двух компаний.

О синергетическом эффекте в каждом конкретном случае можно говорить только с точки зрения объединения с определенной потенциальной второстепенной компанией. Отсюда и размер дополнительной премии, которую готов заплатить стратегический инвестор сверх справедливой рыночной стоимости бизнеса, будет зависеть от размера прогнозируемого синергетического эффекта. Поэтому для каждого потенциального покупателя премия, а также инвестиционная стоимость приобретаемого бизнеса будут индивидуальными.

Вообще говоря, сделка по слиянию есть инвестиционное решение. Абсолютно точно измерить ее эффективность в соответствии с классическим принципом соотнесения результатов и затрат невозможно из-за наличия неопределенности при прогнозировании будущей ситуации. Выгодность сделки для покупателя зависит не только от наличия синергетического эффекта слияния двух компаний, но также от запрашиваемой продавцом цены. Так что покупка хорошей компании еще не означает хорошую инвестицию. И наоборот, отрицательная доходность второстепенной компании может быть исправлена, если существует очевидная целесообразность слияния, и интеграция прошла успешно.

Слияние может позволить при сохранении общих объемов производимой продукции или услуг устранить дублирующие функции. Например, можно отказаться от содержания сходных основных фондов, а маркетинговые, административные и прочие службы станут общими для объединившихся компаний. Происходит консолидация нескольких предприятий в отрасли до критической массы, необходимой для достижения конкурентных преимуществ.

Хороший пример успешного слияния подобного типа - объединение компаний «МТУ-Информ», «Комстар» и «Телмос» под эгидой «Комстар -Объединенные Телесистемы» [8]. Будучи самостоятельными структурами, они инвестировали значительные средства в развитие ресурсов, по сути, трех сходных по типологии сетей и практически идентичной инфраструктуры. Организационная структура была в значительной мере оптимизирована за счет сокращения дублирующих функций. Также значительная выгода в виде потоков ликвидных ресурсов получилась за счет сокращения объема дублирующих инвестиций. По оценкам специалистов, объединение компаний позволит ежегодно экономить более 10 млн. долларов.

Для растущей перспективной компании объединение с профильными предприятиями с целью географической экспансии, увеличения рынков сбыта позволяет получить доступ к клиентам, каналам поставок.

Ассортимент выпускаемой продукции расширится и будет просто поделен между ними в соответствии с их сравнительными конкурентными преимуществами. Эффективные методы организации производственного процесса и ведения бизнеса, практикуемые в одних компаниях, анализируются и внедряются в других. Существенно повышается управленческий стандарт. Отдельные предприятия подтягиваются до эталонного уровня. При этом очень важно соблюдение жестких стандартов качества на всех предприятиях, входящих в промышленную группу и работающих под одним брэндом, поскольку потребитель будет оценивать брэнд по менее качественной продукции. Таким образом, если стороны располагают взаимодополняющими ресурсами, то теперь выгоду от их внедрения смогут получать все объединившиеся стороны.

В России бизнес еще слабо структурирован, поэтому часто только налаживание эффективного менеджмента и маркетинга позволяло довести показатели мультипликаторов (отношение цены компании к ее прибыли, реализации и др.) до привлекательных уровней. Финансовые инвесторы получали сотни процентов от их оздоровления и последующей перепродажи стратегическим инвесторам.

Однако, время дешевых активов постепенно проходит, продавцы адекватно оценивают их по реальной стоимости. В этой связи возрастает необходимость тщательного обоснования стратегической целесообразности и планирования сделок слияния.

Вопрос слияния достаточно серьезный для бизнеса и акционеров. Предварительное планирование - самый сложный этап проведения сделки.

Оценка стоимости бизнеса - очень ответственный этап процесса слияния компаний. В России является нормой, когда финансовая отчетность компаний далеко не всегда отражает реальное положение на предприятии (налоговая оптимизация и т.д.). Это существенно затрудняет оценку компании-цели.

Понятно, что покупатель действует в условиях острого дефицита информации. Поэтому действительно целесообразное слияние может и не состояться, если будет недооценен потенциал второстепенной компании.

Продавцы могут неадекватно высоко себя оценивать, назначают цену выше справедливой. Характерный пример - сделки по продаже крупнейших российских производителей соков до сих пор не состоялись из-за того, что стороны не сошлись в цене. Зачастую присутствует эмоциональный момент, когда собственникам трудно расстаться с компанией, которую они развивали с «нуля». Безусловно, это снижает их шансы на успешное заключение сделки. С другой стороны, инвесторы, привыкшие покупать недооцененные активы, далеко не всегда готовы платить справедливую цену.