Зухурова Лайли Исломовна. Оценка инвестиционной стоимости компании в сделках слияния и поглощения : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Зухурова Лайли Исломовна; [Место защиты: Новосиб. гос. ун-т экономики и упр.].- Новосибирск, 2007.- 189 с.: ил. РГБ ОД, 61 07-8/5239

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты оценки стоимости компании в сделках слияния и поглощения 9

1.1. Слияния и поглощения как способ реструктуризации бизнеса компании 9

1.2. Инвестиционная стоимость компании: сущность и факторы ее определяющие 23

1.3. Современное состояние и тенденции развития рынка слияний и поглощений в России 38

Глава 2. Методические основы оценки инвестиционной стоимости компании в сделках слияния и поглощения 53

2.1. Подходы к оценке стоимости компании в сделках слияния и поглощения 53

2.2. Методический подход к оценке инвестиционной стоимости компании в сделках слияния и поглощения 74

2.3. Методики определения величины инвестиционной стоимости компаний, участвующих в сделке, алгоритмы определения величины премии по сделке и величины эффекта от сделки 91

Глава 3. Оценка инвестиционной стоимости компании на примере сделки ООО «Компания Холидей» и 000 «Торговый дом Сибириада» 111

3.1. Анализ и прогнозирование показателей деятельности компаний участников сделки 111

3.2 Расчет величины инвестиционной стоимости компаний-участников сделки 126

3.3. Рекомендации для компании-инвестора, основанные на результатах апробации методического подхода 146

Заключение 158

Список использованной литературы 163

ПРИЛОЖЕНИЯ 176

**Введение к работе**

*Актуальность исследования.*В настоящее время в России осуществляется новый этап управления собственностью, задача которого - рост эффективности бизнеса, усиление рыночных позиций компании в условиях конкуренции. При этом сделки слияния и поглощения используются как способ быстрого и наиболее ощутимого роста эффективности бизнеса на основе его реструктуризации путем осуществления внешних инвестиций. Таким образом, слияния и поглощения могут рассматриваться как способ стратегического управления стоимостью компании.

В течение последних десяти лет в России происходит активная концентрация капитала, объединение компаний, поглощение более крупными компаниями менее эффективных конкурентов. В частности, в 2006 г. произошло 344 сделки по слияниям и поглощениям (прирост к 2005 г. - 26%) объемом 42 млрд. долларов (прирост к 2005 г. - 30,16%) [Журнал «Слияния и Поглощения».-№6 (40).-2006 (Интернет-версия)]. Ежегодный объем сделок слияния и поглощения в России составляет более 4% ВВП [Журнал «Экономика России XXI век».- №16.-2006 (Интернет-версия)].

Одной из основных проблем интенсивно развивающегося рынка слияний и поглощений является проблема низкой эффективности сделок. В большинстве случаев конечной целью слияний и поглощений является рост стоимости компании. Однако по данным агентства KPMG в результате осуществления сделок в сфере слияний и поглощений 28% сделок уменьшили стоимость компании, 31% сделок увеличили ее, 43% сделок не принесли никакого результата [].

При этом в сделках слияния и поглощения важно определять величину как рыночной, так и инвестиционной стоимости компании. Применение инвестиционной стоимости для оценки стоимости компании в сделках слияния и поглощения позволяет оценить стратегические выгоды сделки, а так же учесть индивидуальные предпочтения инвестора.

Необходимость оценки инвестиционной стоимости компании в сделках слияния и поглощения обусловлена еще и тем, что при осуществлении сделки слияния либо поглощения эффект от сделки для каждого из инвесторов будет совершенно разным, ввиду различного потенциала самих инвесторов и стратегий инвестирования. Это не позволяет ориентироваться исключительно на рыночную стоимость компании, которая рассчитывается для среднерыночного покупателя и продавца.

Поэтому большое значение при оценке компаний в сделках слияния и поглощения имеет величина инвестиционной стоимости компании, ее соотношение с другими видами стоимости, влияние инвестиционной стоимости на параметры и результат сделки, что обуславливает актуальность исследования с *теоретической точки зрения.*

Важно отметить, что низкая эффективность сделок объясняется тем, что в большинстве случаев эффект от сделки не может быть просчитан в силу отсутствия достаточной методической базы для оценки стоимости компаний в сделках слияния и поглощения. По оценкам экспертов, до 43% синергетического эффекта включаются инвесторами в стоимость покупки компании-цели. При этом пять процентов компаний, приобретающих бизнес, полностью включили будущий эффект от сделки в стоимость компании-цели []. Следовательно, такие сделки не могут принести инвесторам дополнительной стоимости в силу того, что весь гипотетический эффект от сделки при ее осуществлении был полностью передан действующим владельцам компании-цели. Необходимость разработки методического подхода к оценке инвестиционной стоимости компании, с учетом специфики сделок слияния и поглощения, обуславливает *методическую актуальность исследования.*

Наличие методического подхода, позволяющего определять инвестиционные характеристики сделки, ее будущие выгоды и доходность для инвестора, будет способствовать повышению эффективности сделок, что обуславливает *экономическую актуальность исследования.*

Таким образом, настоящее диссертационное исследование является актуальным как с точки зрения теории, так и практики.

*Цель диссертационного исследования*- разработка методического подхода к оценке инвестиционной стоимости компании в сделках слияния и поглощения.

Выдвинутая цель предполагает решение следующих *основных задач:*

1. исследовать сущность слияний и поглощений как способа реструктуризации компании;
2. проанализировать и систематизировать подходы к понятию «инвестиционная стоимость», исследовать ее специфику в сделках слияния и поглощения;
3. провести анализ современного состояния рынка слияний и поглощений, выявить основные проблемы осуществляемых сделок;
4. провести сравнительный анализ подходов к оценке стоимости компании в сделках слияния и поглощения;
5. разработать методический подход к оценке инвестиционной стоимости компании в сделках слияния и поглощения;
6. провести апробацию предложенного методического подхода на примере сделки ООО «Компания Холидей» и 000 «Торговый дом Сибириада», разработать рекомендации для компаний-инвесторов.

*Объект исследования*- инвестиционная стоимость компании в сделках слияния и поглощения. *Предмет исследования*- методы определения стоимости компании в сделках слияния и поглощения.

*Научная новизна исследования*заключается в следующем;

обоснована природа слияний и поглощений как способа реструктуризации компании с целью стратегического управления ее стоимостью, уточнены понятия «слияния» и «поглощения» по критериям, позволяющим отразить сущность сделки и особенности ее оценки;

уточнено понятие «инвестиционная стоимость компании в сделках слияния и поглощения» в части выделения факторов, в наибольшей степени

отражающих предпочтения инвестора, обоснована необходимость использования инвестиционной стоимости компании в целях повышения эффективности сделок слияния и поглощения;

разработан методический подход к оценке инвестиционной стоимости компании в сделках слияния и поглощения, позволяющий при определении величины инвестиционной стоимости компаний, участвующих в сделке, учитывать специфику сделок слияния и поглощения и принимать обоснованное решение о целесообразности и эффективности сделки;

предложены методики определения величины инвестиционной стоимости компаний, участвующих в сделке, алгоритмы определения величины премии по сделке и величины экономического эффекта от сделки.

*Теоретической основой исследования*является маржинализм, который позволяет определять стоимость компании исходя из ее предельной полезности, в том числе в сделках слияния и поглощения.

*Методологической основой исследования*является системный подход, заключающийся в рассмотрении факторов инвестиционной стоимости компании при осуществлении сделки как совокупности одновременно воздействующей системы рычагов стоимости, формирующих ее величину для инвестора, и оценку стоимости предприятия как сложной системы.

Исследование проводилось в направлении дедукции - движении от общего к частному. В качестве общего исследовались подходы к определению стоимости компании в сделках слияния и поглощения, в качестве частного исследовались используемые в них методы оценки, среди которых анализировались методы оценки инвестиционной стоимости.

В работе используются следующие методы научного познания: метод сравнения, аналогий, метод экспертных оценок, методы экономического и статистического анализа и др.

Содержание диссертации соответствует области исследования 7.4. «Теоретические и методологические основы реструктуризации бизнеса на

основе оценки рыночной стоимости» специальности 08.00.10. Паспорта специальностей ВАК (экономические науки).

*Практический результат работы*заключается в возможности использования результатов исследования:

инвесторами для оценки инвестиционной стоимости компании-цели, а так же для оценки эффективности сделок;

оценочными компаниями в качестве методического инструментария для оценки инвестиционной стоимости объектов;

консалтинговыми и финансовыми компаниями, банками при разработке механизма осуществления собственных сделок и сделок клиентов по слияниям и поглощениям;

в учебном процессе для студентов, обучающихся по специальности 080105 «Финансы и кредит».

Достоверность результатов и выводов основывается на сравнительном анализе полученных результатов с эмпирическими наблюдениями, а так же на основе изучения и использования трудов отечественных и зарубежных исследователей:

*в области оценочной деятельности*- работы Н.Д. Бадаева, Л.П. Белых, Т.Б. Бердниковой, B.C. Валдайцева, В.В. Григорьева, А.Г. Грязновой, В.И. Гусева, Г.М. Десмонда, И.А. Егерева, В.Е. Есипова, Р.Э. Келли, Е.Б. Колбачева, Г.А. Маховиковой, И.М Островкина, Н.Е. Симионовой, Р.Ю. Симионова, М.К. Скотта, Г.И. Сычевой, В.А. Сычева, Е.Е. Румянцевой, Г.К. Таля, В.В. Тереховой, М.А. Федотовой, Е.В. Чиркова, Г.Б. Юна и др.

*в области проблем слияний и поглощений*- работы Д.Ю. Акулинина, М. С. Бабарина, В.В. Бочарова, Д.Э. Бишопа, В. Волкова, Дж. К. Ван Хорна, П. Гохана, А.Дамодарана, Т.Коупленда, Т.Коллера, В.Е. Леонтьева, Дж. Муррина, А.Р. Радыгина, Л.Д. Ревуцкого, С.Ф. Рида, Н.Б. Рудыка, Ф.Ч. Эванса и др.

Информационной базой исследования послужили российские законодательные и нормативные акты в области оценочной деятельности, международные и европейские стандарты оценки, данные о сделках, публику-

емые официальными источниками, статистические данные Госкомстата, отчеты компаний (ООО «Торговый дом Сибириада», 000 «Компания Холидей»).

*Апробация работы.*Основные положения исследования докладывались на методологических семинарах кафедры «Управление финансовым рынком и оценочная деятельность», а так же на конференции аспирантов и преподавателей НГУЭУ.

*Внедрение результатов.*Результаты исследования применяются в деятельности оценочных и консалтинговых компаний, а так же в учебном процессе, что подтверждается соответствующими справками.

*Публикации.*По результатам исследования автором опубликованы 4 научные работы, общим объемом 4 п.л., приведенные в списке литературы.

*Структура работы.*Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений. Работа содержит 175 страниц текста (без приложений). Список использованной литературы составляет 157 источников. В работе содержится 51 таблица, 3 рисунка, 6 приложений.

## Слияния и поглощения как способ реструктуризации бизнеса компании

В настоящее время большинством собственников бизнеса значительное внимание уделяется стратегическому управлению компанией, что связано с ростом рыночной конкуренции и процессами концентрации капитала. Стратегическое управление компанией коснулось повышения эффективности деятельности, усиления рыночных позиций компании, управления ее стоимостью. О подобных процессах в Европе и Америке еще в конце 19 в. говорил В.И. Ленин: «В условиях концентрации капитала, компания выигрывает за счет более высокой технической оснащенности (недоступной мелким компаниям), за счет усиления своих позиций на рынке, за счет экономии на масштабе. В результате в отрасли остается небольшое количество компаний, размеры деятельности которых, сами по себе являются барьером для вхождения в отрасль конкурентов, что приводит к монополизации рынка и получению дополнительных доходов» [Ленин В.И., 1984, с.6].

Управление компанией с целью ее роста может осуществляться за счет внутренних и внешних направлений инвестирования средств.

В работе Ю. Бригхема и Л. Гапенски говорится о том, что рост компании за счет внутренней экспансии намного уступает росту за счет слияний и поглощений [Бригхем Ю., Гапенски Л., 2004, с.403]. В то время как внутренние инвестиции направлены на обновление производственной, технической, технологической и других составляющих действующей компании, внешние инвестиции направлены на рост компании за счет приобретения новых компаний (бизнесов). Считается, что в таком случае рост компании может быть наиболее быстрым и существенным. В результате такого роста происходит значительный рост стоимости компании. Поэтому слияния и поглощения рассматриваются как наиболее эффективный способ стратегического управления стоимостью компании.

«Создание стоимости лежит в основе стратегического планирования, в результате которого компания сосредотачивает свои усилия на наиболее важных направлениях деятельности» [Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М., 2004, с.18]. Поэтому в отечественной и зарубежной практике стратегическое управление компанией через слияния и поглощения, в большинстве случаев, осуществляются за счет оптимизации структуры компании (юридической, финансовой, производственной), часто называемой реструктуризацией.

В настоящее время наблюдается разделение авторов в зависимости от точек зрения на сущность слияний и поглощений. Некоторые из авторов принципиально называют слияния и поглощения сделками по реструктуризации действующего бизнеса (П. Гохан) [Гохан П., 2004, с.23], часть авторов рассматривает слияния и поглощения как инвестиционные проекты (Ф.Ч.Эванс и Д.М. Бишоп) [Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М, 2004, с.18].

Можно выделить два подхода к понятию «реструктуризация». Сторонники первого подхода (А.Д. Листова, И.И. Мазур, В.Д. Шапиро) рассматривают реструктуризацию как изменение методов хозяйствования, направленных на повышение стоимости бизнеса, сторонники второго подхода (А.Г. Грязнова, М.А. Голубев, А.В. Синягин, С.В Валдайцев, С.А. Козицын, Д.И. Ладыгин) - как повышение эффективности деятельности хозяйствующих субъектов. Однако это деление не является принципиальным, так как и те и другие предусматривают изменение деятельности компании с целью повышения ее эффективности, которое в дальнейшем отразится на ее стоимости. Реструктуризация может включать в себя различные способы ее реализации. Согласно подходу С.В. Валдайцева, реструктуризация включает реорганизацию компании и реструктуризацию его активов и пассивов. При этом слияния и поглощения являются реорганизацией компании в рамках ее реструктуризации. Согласно подходу А.Д. Аистовой, реструктуризация включает в себя преобразование оргструктуры, изменение организационной и правовой форм, изменение структуры и системы управления. Она может осуществляться на основе стратегий расширения или сокращения бизнеса. Слияния и поглощения являются одними из способов реализации стратегии расширения бизнеса. Реструктуризация на основе стратегии расширения бизнеса может проходить двумя способами: самостоятельно - через увеличение числа структурных подразделений и региональных филиалов; либо через объединение, что приводит к сделкам слияний и поглощений. Последний способ, как уже отмечалось, в большинстве стран все чаще признается наиболее эффективным.

При этом и реструктуризация, и инвестиционный проект - это способ повышения эффективности деятельности компании, в том числе путем приобретения перспективной компании. Важно отметить, что реструктуризация также является своеобразным «инвестиционным проектом», так как предполагает инвестирование средств. Следовательно, разделение сделок слияния и поглощения на сделки по реструктуризации и инвестиционные проекты не является принципиальным. Важным в слияниях и поглощениях является то, что в любом случае происходит покупка либо объединение компаний. Результат такой сделки - реструктуризация действующей компании, в то же время являющаяся инвестиционным проектом. Слияния и поглощения в настоящее время рассматриваются как особый способ реструктуризации бизнеса, на основе его стратегического управления, в том числе как способ стратегического управления его стоимостью.

## Подходы к оценке стоимости компании в сделках слияния и поглощения

Большинство подходов, используемых сегодня для оценки стоимости компании в слияниях и поглощения, базируются на оценке рыночной стоимости. Результаты исследования подходов к оценке стоимости компании в следках слияния и поглощения представлены в таблице 13.

При этом автор диссертации предлагает сравнить эти подходы, по выделенным критериям. Критерии, для сравнения подходов авторов, были выбраны в соответствии с целями диссертационного исследования. Основой для группировки подходов служит вид стоимости, подлежащий оценке. Для сравнения подходов к оценке стоимости компании выделяются следующие критерии:

1) основной подход к оценке - подход к оценке стоимости определяет учет тех или иных показателей компании, являющейся объектом сделки и учет ее специфики. Выделение данного критерия важно для понимания того, что является факторами формирования стоимости компании в данном авторском подходе;

2) используемые методы - выделение данного критерия важно для понимания факторов формирования стоимости компании с учетом специфики метода, а так же способов и приемов для ее оценки;

3) используемые в методах показатели - сравнение подходов по данному критерию позволяет определить наиболее популярные показатели, которые используются для целей оценки, а так же обосновать их применимость для целей оценки.

4) необходимая информация для расчетов - характеризует возможность использования подхода при наличии имеющейся информации об объекте оценки; 5) учет факторов стоимости для инвестора - характеризует учет специфических факторов стоимости, важных для конкретного инвестора.

6) применимость для оценки инвестиционной стоимости - критерий позволяет определить возможность применения подхода для целей диссертационного исследования.

## Анализ и прогнозирование показателей деятельности компаний участников сделки

Для расчетов по приведенным в параграфе 2.3 методикам и алгоритмам используются данные, источники которых указаны в схеме (Приложение 4).

Для проверки адекватности и применимости методического подхода предлагается проведение расчетов на примере компаний 000 «Торговый дом Сибириада» (000 «Сибириада») и 000 «Компания Холидей». Обе компании занимаются реализацией продуктов питания. 000 «Компания Холидей» в формате «магазинов у дома», компания «Сибириада» в формате крупных продуктовых центров с развитой системой логистики.

Для предотвращения поглощения компаний федеральными сетями было достигнуто соглашение о слиянии компаний.

Данные для расчетов были получены в органах государственной статистики по НСО (000 «Сибириада»), на сайте компании 000 «Компания Холидей», где размещен проспект эмиссии компании.

Информация по компании-инвестору (000 «Компания Холидей»): OOO «Компания Холидей» была основана 19 марта 2004 года в рамках реструктуризации юридической структуры сети супермаркетов «Холидей Классик». Создание новой компании, объединившей в себе дочерние структуры с конца июня 2006 года, было осуществлено для представления рынку крупной торговой компании, а так же повысило ее открытость и прозрачность. 000 «Компания Холидей» активно заимствует денежные средства на рынке, в том числе путем осуществления облигационных займов.

Привлеченные денежные средства, в том числе, идут на расширение географического присутствия компании, так в августе 2006 года компания насчитывала 20 магазинов в г. Новосибирске и Новосибирской области; 4 магазина в г. Томске; 5 магазинов в г. Барнауле.

Основным видом деятельности ООО «Компания Холидей» является розничная торговля продовольственными и сопутствующими товарами. Кроме того, ООО «Компания Холидей» осуществляет деятельность в области управления недвижимым имуществом.

Показатели деятельности ООО «Компания Холидей», которые будут использованы в расчетах, представлены в Приложении 5. Для моделирования показателей деятельности компании необходимо краткое описание ее финансового положения в соответствии с выделенными нами факторами стоимости.

На 01.01.06г. валюта баланса компании составила 1 992 617 тыс. руб., собственные средства - 277 733 тыс. рублей. Таким образом, соотношение собственных и заемных средств компании на 01.01.06г. составляет 0,129. Иными словами сумма привлеченных заемных средств превышает величину собственного капитала в 6,17 раз.

Для торговых компаний характерна высокая доля заемных средств в структуре пассивов, высокая доля заемных средств в структуре баланса компании так же связана с ее активным развитием в течение последних двух лет. Так с 2004г. ООО «Компания Холидей» проводит активную экспансию региональных рынков и ставит своей целью получение лидирующих позиций на внутреннем рынке г. Новосибирска.

Важно отметить, что при таком соотношении собственных и заемных средств как у ООО «Компания Холидей», рентабельность заемного капитала составляет 2,2%, при его средней стоимости привлечения равной 6,9%.

Таким образом, если мы будем рассматривать фактор прироста инвестиционной стоимости по величине заемного капитала, то низкая рентабельность заемного капитала приводит к постепенному снижению инвестиционной стоимости.

Рентабельность собственного капитала компании составляет 13,8%. Общая рентабельность активов составляет 13,9%. Однако рентабельность продаж компании составляет всего 0,8%. То есть, только 0,8% выручки компании становится чистой прибылью компании, что происходит за счет высокой величины долговой нагрузки и, соответственно, больших выплат по долгам компании.

Компания рассчитывает, что в будущем, когда она не будет занимать столь значительных ресурсов, такое положение должно привести к росту чистой прибыли компании. Однако на данном этапе эти факторы снижают инвестиционную стоимость компании.

В структуре активов компании высока доля оборотных активов, что объясняется отраслевой принадлежностью компании. На долю внеоборотных активов приходиться около 28,3% от общей величины активов.

Можно говорить о заниженной стоимости внеоборотных активов компании в целях налоговой экономии. Так, за период с 2004 года по первое полугодие 2006 года переоценка основных средств не проводилась. Ежегодная величина амортизации составляет около 10% от стоимости активов (амортизация производиться линейным способом).