

На правах рукописи

Богданова Екатерина Александровна

**ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА ПРИ
СЛИЯНИИ И ПОГЛОЩЕНИИ ОТКРЫТЫХ КОМПАНИЙ**

08.00.10 — Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Санкт-Петербург-2011

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов».

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор
Бочаров Владимир Владимирович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Скобелева Инна Петровна

доктор экономических наук, профессор
Радковская Надежда Петровна

Ведущая организация – Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет сервиса и экономики»

Защита состоится «___» _____ 2011 г. в «_____» часов на заседании диссертационного совета Д 212.237.04 при Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов» по адресу: 191023, Санкт-Петербург, ул. Садовая, 21, ауд. 3040.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов».

Автореферат разослан «_____» _____ 2011 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета

Евдокимова Н.А.

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Мировой финансовый кризис выявил скрытые проблемы при формировании рынка слияний и поглощений: многие компании не только не смогли противостоять негативным изменениям макроэкономических факторов, но и не были в состоянии укрепить свои позиции на рынке за счет объединения; многие сделки, заключенные в этот период, не позволили компаниям достигнуть запланированных результатов. Стоимость объединенных компаний зачастую не соответствовала ожиданиям акционеров. В настоящее время стремительно развивающийся процесс консолидации компаний делает изучаемую проблему актуальной не только с научной, но и с практической точки зрения.

Доходность компании напрямую зависит от ее места на рынке, выбранной стратегии развития и конкурентоспособности. В настоящее время, механизм слияний и поглощений является одним из самых эффективных инструментов конкурентной борьбы и повышения стоимости компании. Так, исследование Boston Consulting Group показало, что успешные сделки между крупными публичными компаниями приводят к росту их стоимости почти на 40% в течение недели после сделки.

Объем рынка слияний и поглощений стремительно растет. За десятилетие с 1997 по 2007 г. общая стоимость сделок на рынке M&A выросла в мире почти в 2,5 раза, а в России – в 8 раз.

В то же время, несмотря на то, что подобные проекты в мире не редкость, большинство слияний и поглощений (далее M&A) заканчиваются провалом. Компания KPMG представила результаты 15 исследований, проведенных за период с 1965 по 1997 г., детально анализирующих более 7 000 слияний и поглощений. Согласно этим данным, от 55 до 77% сделок являются неудачными, так как не достигаются запланированные финансовые результаты¹. Другие исследования свидетельствуют о том, что действительно примерно 70% слияний и поглощений заканчиваются неудачно, но более половины подобных сделок вообще приводят к разрушению корпоративной стоимости компании-покупателя².

Таким образом, высокий процент неэффективности сделок M&A не препятствует стремительному росту числа слияний и поглощений в России и в мире. За последние 15-20 лет в свет вышло множество книг, посвященных данной проблеме, однако экономисты до сих пор не дали однозначного ответа на вопросы о том, в чем причина данного парадокса, и какие факторы определяют успех сделки.

Степень разработанности научной проблемы

На сегодняшний день существует несколько теорий, объясняющих рост и причины слияний и поглощений. Авторами наиболее известных теорий являются: М.С. Дженсен, В. Баумоль, Г. Дональдсон, Р. Ролл, М. Род-Кропф,

¹ Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений. 4-е изд. М.: Альпина Паблишерз, 2009.

² Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес. М.: Эксмо, 2008. С. 40.

Д. Робинсон, Дж. Мулерин, М. Сировер, А. Шлейфер, Р.В. Вишны, С. Висванатан.

Методологические аспекты слияний и поглощений, а также определения стоимости бизнеса были раскрыты в трудах многих зарубежных и отечественных ученых. Наиболее значительный вклад в этой области принадлежит следующим российским специалистам: Н.А. Савинская, Д.А. Мизгулин, С.В. Воронин, Н.Б. Рудык, С.В. Валдайцев, Н.Е. Орлова, А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, В.В. Бочаров, И.Г. Владимирова, В.М. Рутгайзер и др. Из западных авторов следует отметить таких, как П.А. Хант, Р.Ф. Брунер, Р. Брейли и С. Майерс, П. Гохан, Ф. Эванс, Д. Бишоп, С.Ф. Рид, А.Р. Лажу, Т. Коллер, Ш. Пратт, Т. Коупленд, Дж.М. Стерн, Б. Стюарт, А. Раппопорт, Р. Кох, Дж. Синки, К. Уилсон и др.

Современные теоретические концепции управления стоимостью компании были рассмотрены в работах А. Дамодарана, К. Уолша, С.Н. Мордашова, И.А. Егерова и др. Особый вклад в исследование и интерпретацию фактических материалов был внесен консалтинговыми компаниями McKinsey, KPMG и PricewaterhouseCoopers.

В настоящее время среди ученых нет единого подхода к оценке стоимости объединяющихся компаний, поэтому необходимо исследование достоинств и недостатков существующих методов для выявления оптимальной стратегии. Большинство практических исследований в этой области проводилось на основе данных зарубежных стран и в основном зарубежными учеными. Этот опыт нельзя однозначно применить в современных российских условиях. Необходимо проведение исследований на основе данных российского рынка слияний и поглощений. Кроме того, в экономической литературе не получили достаточного освещения факторы увеличения стоимости компаний в процессе слияний и поглощений в условиях нестабильного развивающегося рынка, т.е. в российских условиях.

Цель и задачи диссертационного исследования

Целью данной работы является выявление важнейших финансовых характеристик и особенностей слияний и поглощений российских открытых компаний и формирование рекомендаций финансовому менеджменту по применению наиболее эффективных методов оценки и управления их стоимостью.

Реализация указанной цели предусматривает решение следующих задач:

- изучить существующие научные исследования и современные теоретические концепции западных ученых в области слияний и поглощений компаний и управления их стоимостью;
- проанализировать основные мотивы и причины заключения сделок;
- определить причины низкой финансовой эффективности большинства сделок по слиянию и поглощению в мире;
- выделить условия и факторы, способствующие удачным сделкам, а также влияющие на величину стоимости бизнеса;
- провести анализ российского рынка слияний и поглощений, его особен-

- ностей, этапов развития и становления, основных «общерыночных» факторов, определяющих успех или провал сделки на рынке;
- проанализировать основные модели оценки стоимости компании, их достоинства и недостатки, сравнить их на практическом примере слияния двух российских компаний;
 - обосновать выбор наиболее точного метода оценки стоимости объединяющихся компаний в российских условиях;
 - определить способы увеличения стоимости компаний в процессе слияния/поглощения и повышения эффективности сделки.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования являются российский рынок слияний и поглощений и российские публичные компании, находящиеся в процессе объединения бизнеса. Предметом исследования выступает процесс финансово-экономических измерений в управлении стоимостью компаний в процессе слияния и поглощения.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Теоретической базой диссертационной работы явились результаты научных исследований, представленные в трудах отечественных и зарубежных экономистов по теории и практике объединения компаний и оценки их стоимости. Методологической основой исследования послужили общенаучные методы диалектического, системно-функционального, структурного анализа, в том числе метод индукции и дедукции, анализа и синтеза, наблюдения, моделирования и др.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в выявлении сущности и важнейших характеристик слияний и поглощений российских открытых компаний, определения наиболее адекватного для финансового менеджмента инструментария по оценке стоимости компаний в процессе объединения, а также выявление условий и факторов, способствующих благоприятному исходу сделки и достижению компаниями запланированных финансовых результатов.

Наиболее значимые результаты, полученные автором и обладающие научной новизной:

1. Проведена систематизация существующих теоретических концепций слияний и поглощений в мире, в том числе проведен анализ и оценка причинно-следственных взаимосвязей между результатами сделки и движущими мотивами компаний. Установлена зависимость финансового результата М&А от этапа экономического цикла: синергетический эффект в период экономического спада значительно выше, чем в период подъема экономики.
2. Выявлены основные особенности этапов развития и современного состояния российского рынка слияний и поглощений.
3. Определена зависимость динамики развития рынка М&А от различных макроэкономических факторов (инфляция, рост ВВП и капитализации фондового рынка, изменение процентных ставок, влияние коэффициента

- Q-Тобина и других факторов) на примере российского рынка слияний и поглощений.
4. Установлены и обоснованы условия и факторы, которые определяют успех слияний и поглощений в России. Выявлено, что максимальный прирост стоимости компании-покупателя дает синергия, направленная на рост бизнеса (выход на новые рынки, увеличение доли на существующем рынке и др.)
 5. Обоснован выбор методов исследования, оценки и анализа финансовой эффективности сделок M&A в российских условиях.
 6. Разработана модель оценки стоимости компаний на основе метода дисконтирования денежных потоков и ряда допущений, разработанных по модели Ольсона.
 7. Предложены модификации представленной модели для оценки потенциальной стоимости объединенной компании непосредственно перед принятием решения о слиянии или поглощении, а также текущей стоимости компании, находящейся в процессе интеграции.

Практическая значимость работы состоит в том, что теоретические положения и практические разработки, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы финансовым менеджментом компаний и консалтинговыми фирмами для совершенствования процессов слияний и поглощений, расчета предполагаемых финансовых результатов и определения оптимальной финансовой стратегии по дальнейшему увеличению стоимости компании.

Апробация работы

Отдельные результаты диссертации были приняты для внедрения в хозяйственно-экономическую деятельность компаниями «1С: Бухучет и торговля», «ПромПуть» и «Наша марка», а также получили положительные отзывы от ряда других организаций.

Основные результаты, полученные в ходе исследования, обсуждались и получили положительную оценку на нескольких научных и научно-практических конференциях: «IX Международная студенческая научно-практическая конференция «Эффективное управление в бизнесе и обществе» (ВШМ СПбГУ, 2009 г.), 1-я Межвузовская научно-практическая конференция магистрантов (СПбГУЭФ, 2010), Студенческая научная конференция «Посткризисное развитие и модернизация российской экономики» (СПбГУЭФ, 2010 г.). «Шестьдесят третья студенческая научно-техническая конференция ГУАП» (ГУАП, 2010 г.).

Материалы диссертационной работы были использованы в учебном процессе ФГБОУ ВПО «СПбГУЭФ».

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликовано 7 научных работ общим объемом 1,67 п.л., из них 1 статья в издании, рекомендованном ВАК.

Структура и объем диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Построение системы управления на основе критерия стоимости.

Оценка бизнеса – акт или процесс выработки заключения о стоимости бизнеса или доли в бизнесе (доли в уставном капитале компании).

В рамках теории финансового менеджмента существует множество видов стоимости компании. С позиции экономической теории, стоимость – это общественно необходимые затраты на производство товара (услуги). В теории финансового менеджмента стоимость имеет более узкое значение, стоимость – это денежное выражение активов и обязательств компании. В финансовом менеджменте стоимость компании (иногда используется термин «ценность» – от англ. value) – это не только величина ее активов, но и способность генерировать положительные денежные потоки в долгосрочном периоде.

Стоимость как критерий эффективности деятельности компании обладает рядом преимуществ по сравнению с традиционными показателями. Во-первых, показатель стоимости (в зависимости от выбранного подхода и метода оценки) учитывает огромный массив финансовых и нефинансовых факторов, обуславливающих конкурентоспособность компании. Во-вторых, показатель стоимости отражает потенциал компании, оценивая ее эффективность в долгосрочном периоде, в отличие от многих краткосрочных финансовых индикаторов.

Управление бизнесом, основанное на повышении его стоимости, или ценностно-ориентированный менеджмент подразумевает оценку бизнеса с точки зрения интересов его владельцев из «будущего», а не только из «настоящего». Использование различных индикаторов максимизации ценности для акционеров позволяет оценивать любые управленческие решения (инвестиционные, финансовые, иные) исходя из того, насколько они увеличивают стоимость компании в будущем.

Процесс построения системы управления стоимостью открытой компании наглядно можно представить следующим образом (рис.1).

В основе процесса построения системы управления стоимостью компании лежит анализ факторов и условий, в которых она функционирует, ее перспектив, альтернатив развития и конкурентных преимуществ. На основе проведенной диагностики текущего состояния компании и оценки ее стоимости менеджменту необходимо выделить ключевые факторы стоимости, способствующие ее повышению в рамках инвестиционной и финансовой деятельности организации, ее операционной деятельности и влияния на динамику курса акций компании. Раскрытие и выбор определяющих финансовых и нефинансовых показателей эффективности деятельности компании в рамках каждого фактора с привязкой к конкретной бизнес-единице компании и к конкретному центру ответственности является необходимым условием построения жизнеспособной

системы управления стоимостью. По мнению автора, общий показатель стоимости компании следует разбить на доли соответственно вкладу каждой бизнес-единицы. Таким образом, планирование и управление стоимостью компании осуществляется в рамках каждой бизнес-единицы, но эффективность ее деятельности оценивается в сравнении с остальными подразделениями организации.

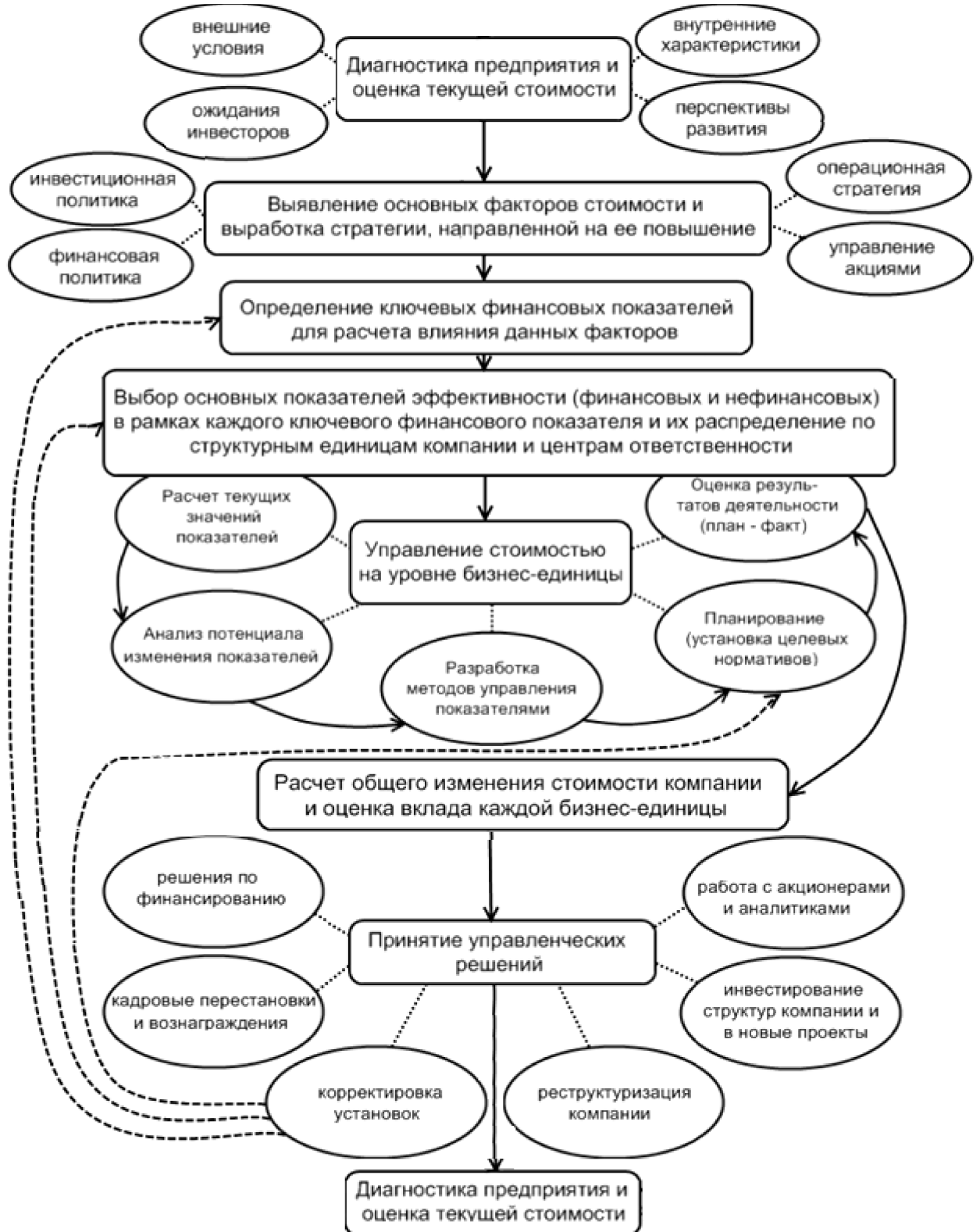


Рис.1. Технология построения системы управления стоимостью в открытой компании. Схема разработана автором

На основе регулярного анализа результатов деятельности оценивается правильность выбранных целей, показателей и установленных нормативов, а также эффективность их фактического выполнения различными отделами корпорации. Результатом оценки эффективности управления стоимостью компании является принятие конкретных управленческих решений (например, изменение схемы финансирования, инвестиционной, ценовой и кадровой политики и др.). При этом каждое управленческое решение является предпосылкой к проведению новой диагностики предприятия и оценки его стоимости после внесения соответствующих изменений.

Постоянная проверка эффективности поставленных целей, полученных результатов и принятых решений на каждом этапе системы управления стоимостью компании позволяет непрерывно совершенствовать эту систему. Однако следует отметить, что принятие менеджментом решения о реструктуризации компании путем слияния или поглощения нередко становится «стрессовым» моментом для отлаженной системы управления.

2. Особенности стоимостного управления при слиянии и поглощении.

Слияния и поглощения – рискованный стратегический инструмент, способный в очень быстрый срок повысить стоимость компании, но, несмотря на бурный рост рынка корпоративного контроля, лишь немногие компании удачно им пользуются.

На сегодняшний день научные теории, объясняющие бурный рост слияний и поглощений, можно разделить на три направления в зависимости от того, что рассматривается учеными как главный мотив и стимул на рынке. Это может быть синергетический эффект, интересы менеджмента компании (в этом направлении следует выделить три основных теории: теория агентских издержек свободного денежного потока, теория строительства империи и теория гордыни) или асимметричность информации на рынке (теории неадекватной оценки акций компаний, или теория рыночного стимулирования).

Проведенный анализ соответствующей методологической базы позволил автору сделать вывод о том, что основной мотив заключения сделки по слиянию или поглощению – это повышение стоимости компании за счет получения синергетического эффекта. В то же время автор пришел к выводу, что большинство слияний и поглощений действительно заканчиваются провалом, а основная причина неудач – это неверная оценка потенциала сделки.

Система оценки потенциала слияний и поглощений несовершенная и требует доработки. Многие методы оценки основаны на входных данных, требующих значительного числа корректировок бухгалтерской отчетности, а также расчета множества прогнозных величин, что может привести как к случайному, так и к намеренному искажению результатов и субъективизму оценок.

Кроме того, многие экономисты анализировали причины неудачных слияний и поглощений, пытаясь выявить внутренние факторы, способствующие успеху или провалу подобных проектов. Однако роль экзогенных факторов при оценке целесообразности сделки долгое время вообще не учитывалась.

На основе зарубежных исследований можно выделить 7 внешних драйверов на рынке M&A:

- Капитализация фондового рынка;
- Уровень промышленного производства, ВВП;
- Уровни процентных ставок;
- Законодательство;
- Коэффициент Q-Тобина;
- Ситуация в отрасли («отраслевой шок»);
- Завышенная оценка акций компаний.

Десятилетняя история российского рынка слияний и поглощений не позволила накопить достаточный массив статистических данных для проведения полномасштабного исследования экзогенных факторов, влияющих на его развитие. Однако в данной работе был проведен экспресс-анализ корреляции между вышеперечисленными факторами и динамикой рынка слияний и поглощений. Наиболее сильная связь была найдена между динамикой фондового рынка и рынка слияний и поглощений. Согласно эконометрическому анализу 86% изменения на рынке слияний и поглощений можно объяснить влиянием фактора фондового рынка (рис. 2):

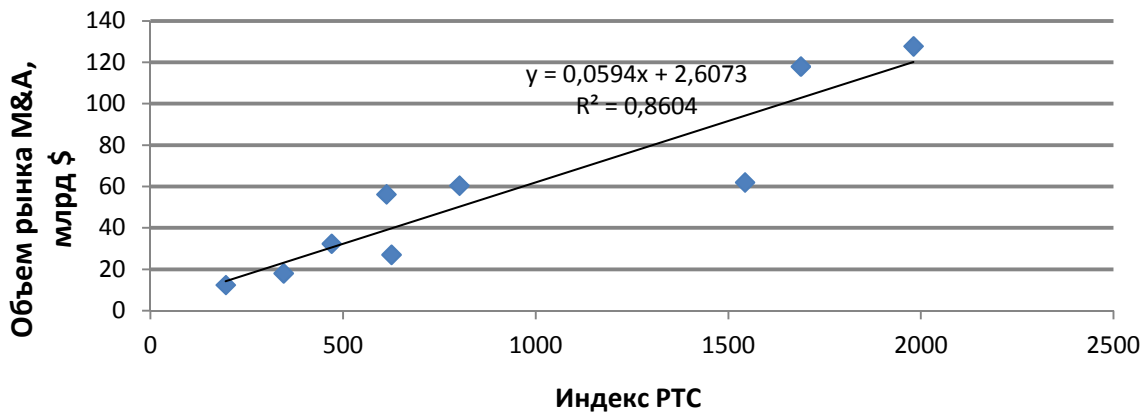


Рис. 2. Поле корреляции рынка M&A и фондового рынка.

Таким образом, в период экономического спада происходит и снижение сделок на рынке слияний и поглощений, поскольку в этот период заключение сделки достаточно рискованно, так как кредитные механизмы работают ненормально, финансирование затруднено, а акции еще более волатильны.

В то же время согласно исследованию, проведенному американской консалтинговой фирмой Bain Company, синергетический эффект в периоды экономического спада больше, чем в периоды подъема экономики. Слияния и поглощения, заключенные на фоне подъема экономики, чаще разрушали корпоративную стоимость американских компаний. Этот парадокс объяснялся тем, что в условиях жестко ограниченных финансовых ресурсов покупатель тщательнее выбирает компанию-цель и рассчитывает затраты.

В России, а тем более в период экономического кризиса, подобного анализа никогда не проводилось. Автором было проведено исследование российского рынка слияний и поглощений за период 2006–2009 г. Оценивались только крупные сделки российских публичных компаний-покупателей, в результате которых был консолидирован контрольный пакет акций (долей).

Критерием успеха слияния или поглощения считалось увеличение капи-

тализации компании одновременно в течение месяца и через год после сделки (табл. 1). Эти данные были скорректированы на соответствующие изменения индекса РТС. Прирост стоимости оценивался на основе сравнения с рыночной стоимостью компании за 3 мес. до анонсирования сделки. Если средняя капитализация компании-покупателя через месяц после сделки снизилась по сравнению со средней капитализацией компании за 3 мес. до сделки, то сделку уже можно признать неудачной.

Таблица 1

Основные формулы, использованные в исследовании

| | |
|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| $C_m = \frac{\sum_{i=1}^n Q_i P_i}{n}$ | где C_m – средняя капитализация компании-покупателя в течение мес. после сделки; P_i – цена акции компании-покупателя в день i ; Q_i – количество акций компании-покупателя в день i ; i – порядковый номер дня в указанном месяце; n – общее количество дней в том месяце. |
| $C_y = \frac{\sum_{i=1}^n Q_i P_i}{n}$ | где C_y – средняя капитализация компании-покупателя через год после сделки; P_i – цена акции компании-покупателя в день i ; Q_i – количество акций компании-покупателя в день i ; i – порядковый номер дня в указанном квартале (3 мес.); n – общее количество дней в квартале. |
| $\Delta V = \frac{C_y}{C_{3m}} \frac{RTS1}{RTS2}$ | где C_{3m} – средняя капитализация компании-покупателя за 3 мес. до сделки; ΔV – скорректированный прирост стоимости компании-покупателя; $RTS1$ – среднее значение индекса РТС за квартал через год после сделки; $RTS2$ – среднее значение индекса РТС за квартал за 3 мес. до сделки. |

Если капитализация компании сразу после сделки выросла, но в течение года снизилась, т.е. если скорректированный прирост стоимости компании-покупателя оказался ниже средней капитализации компании-покупателя через год после сделки, то сделку можно считать неудачной. Даже в случае существенного отставания акций компании от рынка (что могла бы объяснить данная разница), т.е. если расчеты указали на отрицательную синергию ошибочно, подобная разница сама по себе говорит о том, что синергетические выгоды относительно малы и не смогут покрыть «премию поглощения», расходов на интеграцию компаний и пр.

Относительная важность сделки (ее размер) рассчитывается как отношение оценочной суммы слияния или поглощения к рыночной стоимости компании-покупателя за 3 мес. до даты анонсирования.

Таблица 2

Полученные результаты

| | Рост экономики | Спад экономики | Итого |
|---------------------------------|-------------------|-------------------|--------|
| Количество сделок в выборке | 58 | 43 | 91 |
| Количество сделок (%) | 64 | 36 | 100 |
| Сумма сделок (млн. \$) | 34 540 | 30 058 | 64 597 |
| Средний размер сделки (млн. \$) | 596 | 911 | 710 |
| Успешные сделки (в % от итогов) | 30 | 16 | 46 |

| | Рост ЭКОНОМИКИ | Спад ЭКОНОМИКИ | Итого |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------|
| Неудачные сделки (в % от итогов) | 34 | 20 | 54 |
| Прирост стоимости в случае успеха (%) | 65 | 73 | |
| Потеря стоимости в случае провала (%) | - 34 | - 18 | |

Как показало исследование, на российском рынке крупные слияния и поглощения на любом этапе экономического цикла чаще оказывают положительный эффект на изменение котировок фирмы (табл. 2), а компании, часто совершающие небольшие относительно своего размера сделки, чаще снижают свою корпоративную стоимость (табл. 3). Отчасти это объясняется тем, что крупные компании, совершающие частые относительно своего размера небольшие сделки, платят щедрые «премии поглощения» и недостаточно скрупулезно рассчитывают будущие затраты на интеграцию. Таким образом, они теряют большую часть синергетического эффекта.

Таблица 3

Зависимость успеха сделки от типа компании-покупателя

| Относительная важность сделки | Провал | Успех |
|-----------------------------------------------|--------|-------|
| Рост экономики | 2,464 | 5,051 |
| Спад экономики | 1,343 | 3,121 |
| Вся выборка | 1,954 | 4,91 |
| «Частые» покупатели (кол-во в %) | 51 | 49 |
| «Редкие» покупатели (кол-во в %) | 62 | 38 |
| «Частые» покупатели (изменение стоимости в %) | - 26 | 60 |
| «Редкие» покупатели (изменение стоимости в %) | - 33 | 103 |

Исследование позволило сделать ряд важных выводов. Во-первых, в России примерно одинаковое количество успешных и неуспешных сделок наблюдается на разных этапах экономического цикла. Эти данные опровергают выводы американских экономистов о том, что большинство сделок заканчиваются провалом. Во-вторых, в период экономического спада синергетический эффект немного больше, чем в периоды подъема экономики, а потеря части стоимости компании в случае провала оказывает также и меньшее отрицательное влияние на котировки ее акций. И наконец, краткосрочные рыночные ожидания относительно успеха сделки практически всегда верно отражают будущие финансовые результаты от слияния или поглощения.

Как уже было отмечено, по мнению автора, основная причина неудач слияний и поглощений – это неверная оценка потенциала сделки, т.е. неточная оценка будущей стоимости объединенной компании при слиянии или поглощении.

3. Обоснование методов оценки стоимости компании.

Анализ основных характеристик, достоинств и недостатков существующих методов оценки стоимости компаний позволил выделить оптимальные и наиболее достоверные модели для оценки стоимости такой компании, как ОАО «Северсталь». Это модели дисконтированных денежных потоков (далее

ДДП), EVA и Ольсона.

Поскольку все три модели показали различные результаты, был проведен дополнительный анализ на чувствительность моделей к изменению средне-взвешенной ставки капитала и продолжительности прогнозного периода.

Исследование чувствительности моделей к изменению ставки WACC (средневзвешенная стоимость капитала) на примере данных компании ОАО «Северсталь» показало следующие результаты (рис. 3):

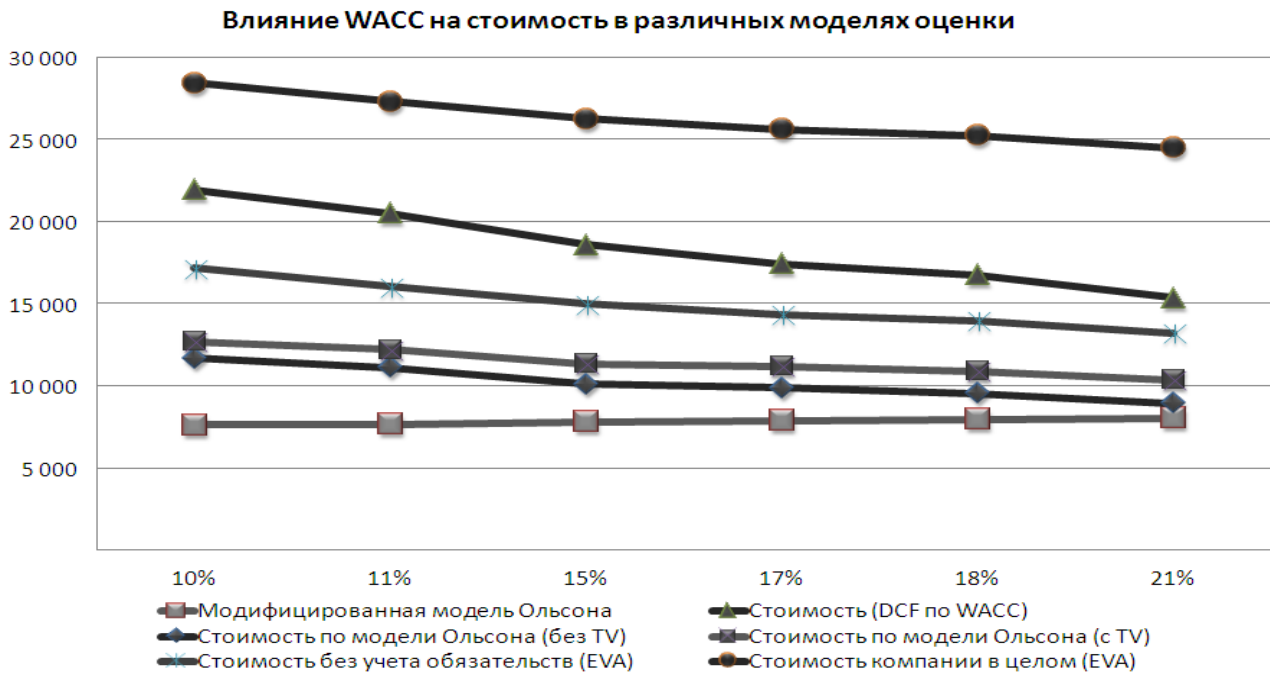


Рис. 3. Влияние ставки WACC на результат в различных моделях оценки стоимости компании.

В целом во всех моделях увеличение ставки средневзвешенной стоимости капитала приводит к снижению стоимости компании, за исключением модифицированной модели Ольсона, в которой ставка WACC практически не оказывает влияния на стоимость бизнеса. Это недостаток данной модели. Наибольший эффект изменение ставки WACC оказало на величину стоимости в модели ДДП.

Анализ влияния изменения величины прогнозного периода на результат в различных моделях представлен на рис. 4:

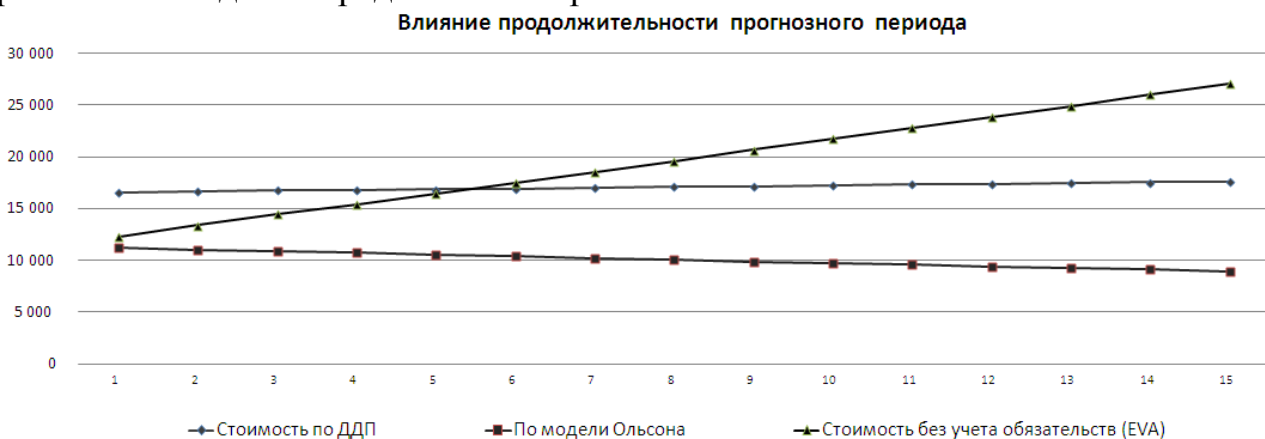


Рис. 4. Влияние продолжительности прогнозного периода на результат в различных моделях оценки стоимости.

В модели ДДП изменение продолжительности прогнозного периода практически не оказывает никакого влияния на итоговую величину стоимости компании. В модели Ольсона увеличение периода прогноза приводит к незначительному снижению текущей величины стоимости компании, поскольку сами авторы указывали, что идеальный срок прогнозирования по этой модели 4–7 лет, данным отклонением следует пренебречь. Модель EVA позволяет манипулировать стоимостью компании за счет изменения величины прогнозного периода, это ее существенный недостаток.

Автором данной работы были рассмотрены теоретические и практические достоинства и недостатки представленных моделей, наиболее подходящими для оценки стоимости открытой компании были признаны модель ДДП и немодифицированная модель Ольсона.

Многие исследователи, а также существующая практика подсказывают использовать одновременно несколько моделей оценки бизнеса, применяя различные доли (или «степень доверия») к полученным результатам. С одной стороны, этот подход действительно призван давать более точный результат, а с другой стороны, он позволяет оценщикам манипулировать с итоговой стоимостью компании, поскольку величина долей оценивается, как правило, «экспертным мнением» самого оценщика.

При слиянии или поглощении компании необходимо оценить «дополнительную» стоимость не только с точки зрения будущих доходов присоединяемой компании и собственных дополнительных доходов от синергии, но также активов этой компании, как наиболее «реального» индикатора ее стоимости. В связи с этим в данной работе предлагается использовать не доли результатов различных моделей, а гибрид модели ДДП и модели Ольсона.

4. Модифицированная модель оценки стоимости компании.

В настоящее время модель ДДП в той или иной мере используется всеми отечественными и зарубежными оценщиками и аналитиками, и целесообразность ее применения при оценке стоимости компаний в процессе слияния или поглощения не вызывает сомнений. В то же время, хотя постулаты модели Ольсона критикуются экономистами во всем мире намного чаще, чем принципы метода ДДП, ее популярность в мире, и особенно в России, растет с каждым днем.

С конца 90-х годов прошлого века практические тестирования модели Ольсона проводились многими зарубежными и отечественными исследователями, но в основном на примере зарубежных стран. В этой связи следует отметить, что многие исследовательские работы, проведенные на основе данных зарубежных развивающихся рынков (Ота К., Квонг Л.Ч. и др.), выявили низкую степень связи между бухгалтерскими индикаторами, использованными в модели Ольсона (чистые активы и прирост прибыли), и рыночными котировками соответствующих компаний (value relevance), в противоположность результатам развитых стран. Как правило, курс акций рассматриваемых компаний оказывался существенно выше величины стоимости бизнеса, рассчитанной по мо-

дели Ольсона. Аналогичный результат был получен в данной работе при оценке стоимости российской компании ОАО «Северсталь» на основе модели Ольсона.

В отличие от бухгалтерских индикаторов, используемых в модели Ольсона, денежный поток, положенный в основу метода ДДП, как правило, учитывает ожидаемый темп роста бизнеса, инфляцию, изменения ставок на кредитном рынке и др. факторы, которые в свою очередь, оказывают также влияние на рынок ценных бумаг и котировки акций компании. Следовательно, изначально можно предположить, что величина стоимости компании, рассчитанная по методу ДДП, будет ближе к текущей рыночной капитализации компании, чем по модели Ольсона. В то же время бухгалтерские индикаторы (при проведении ряда корректировок) являются более «реальным» показателем текущей стоимости компании, чем прогнозируемый на основе множества допущений денежный поток. Величиной чистых активов намного сложнее манипулировать, чем величиной дисконтированного денежного потока.

Квинтэссенцией модели Ольсона является использование двух составляющих: чистых активов компании и дисконтированного потока «анормальных» доходов. Согласно этой модели, стоимость компании выражается через текущую стоимость ее чистых активов и дисконтированный поток «сверхдоходов» (отклонений прибыли от «нормальной», т.е. средней по отрасли величины). По сути «анормальный» доход – это сумма ежегодного дохода (прироста чистых активов), которая осталась бы в компании после выплат за стоимость капитала кредиторам и собственникам (средневзвешенной стоимости капитала рассчитанной по отношению к предыдущему периоду). Модель Ольсона консервативна и не учитывает будущие денежные потоки компании. С этой точки зрения, по мнению автора, модель ДДП дополняет модель Ольсона, поскольку дисконтированный денежный поток представляет собой по сути «нормальные» доходы компании, а величина чистых активов не прибавляется к доходам компании при расчете ее стоимости.

Таким образом, эти модели не противоречат друг другу. Автором предлагается добавить дисконтированный денежный поток в качестве третьей составляющей модели Ольсона, но с несколькими модификациями. По мнению автора, модель ДДП показывает, как правило, завышенную оценку стоимости компании, поскольку денежный поток от финансовой деятельности рассчитывается оценщиками и аналитиками на основе средневзвешенной стоимости капитала, а не средней стоимости заемного капитала. Кроме того, к чистым активам компании в модели Ольсона следует добавить выплаченные дивиденды, поскольку они должны впоследствии вычитаться при расчете выплат за стоимость капитала, а также курсовые разницы и гудвилл (если есть по МСФО отчетности).

Расчет стоимости компании ОАО «Северсталь» по предложенной модели представлен в табл. 4.

Стоимость компании по простой модели Ольсона (т.е. стоимость чистых активов (ЧА) и их дисконтированного роста) рассчитана на основе следующих допущений:

Таблица 4

Первая составляющая модели оценки стоимости компании
(млн. долл. США)

| Годы | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------------------------------------------------|------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ЧА на конец года | | 10 074 | 9553 | 8376 | | | | | | |
| Выплаченные дивиденды | | 601 | 508 | 326 | 726 | 723 | 504 | 651 | 551 | |
| Курсовые разницы | | (1 145) | (85) | 52 | | | | | | |
| Скорректированные ЧА на конец года | 7953 | 9530 | 9976 | 8754 | 10840 | 12566 | 14619 | 17022 | 19789 | 22984 |
| Доход = прирост ЧА | | 1576 | 446 | (1222) | 2086 | 1726 | 2054 | 2403 | 2767 | 3195 |
| Аном. доход = доход – ставка дисконтирования*ЧА за предыд. период | | | (1417) | (2989) | 466 | (280) | (271) | (302) | (382) | (466) |
| Дисконтированный аномальный доход | | | | (2989) | 393 | (199) | (163) | (153) | (163) | (168) |
| Стоимость | | | | 6431 | 11 241 | 11 011 | 10 823 | 10 646 | 10 456 | 10 262 |

- ЧА рассчитаны как средняя величина за последние три года с целью компенсации снижения ЧА в результате финансового кризиса и негативных макроэкономических факторов.
- К ЧА прибавляются выплаченные дивиденды и курсовые разницы.

Стоимость компании по модели ДДП рассчитана со следующей модификацией:

- Отдельно рассчитывается денежный поток от инвестиционной и текущей деятельности. Для определения дисконтированного значения к данному потоку применяется темп роста именно этого потока, а в качестве ставки дисконтирования используется средневзвешенная стоимость капитала (WACC=18%) как в обычной модели.
- Денежный поток от финансовой деятельности также рассчитывается отдельно. К нему применяется темп роста этого финансового потока, а в качестве ставки дисконтирования используется средняя стоимость заемного капитала за последние три года – 7%.
- Среднегодовой темп роста доходов компании с учетом инфляции установлен на уровне 117%.

Таблица 5

Вторая составляющая модели оценки стоимости компании
(млн. долл. США)

| Годы | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Выручка от продаж | 15503 | 22394 | 13054 | 22169 | 25938 | 30347 | 35507 | 41543 | 48605 |
| Чистая прибыль (ЕБИТ) | 2732 | 3207 | (399) | 3475 | 4065 | 4756 | 5565 | 6511 | 7618 |
| Амортизация | 846 | 1087 | 957 | 967 | 1015 | 1066 | 1119 | 1175 | 1234 |
| Корректировка неденежных отчислений | 125 | 1597 | (63) | 861 | 904 | 949 | 997 | 1047 | 1099 |
| Прирост оборотного капитала | (336) | (1018) | 1722 | (758) | (849) | (951) | (1065) | (1193) | (1337) |
| Капиталовложения и инвестиции | (2831) | (4706) | (1043) | (3769) | (3957) | (4155) | (4363) | (4581) | (4810) |
| Налог уплаченный | (804) | (1094) | (52) | (1111) | (1300) | (1520) | (1779) | (2081) | (2435) |

| Годы | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Дивиденды выплаченные | (736) | (1381) | (62) | (1216) | (1423) | (1664) | (1947) | (2278) | (2666) |
| Денежный поток (для WACC) | (1004) | (2307) | 1060 | (1551) | (1544) | (1519) | (1473) | (1401) | (1296) |
| Текущая стоимость будущего ДП 1 | | | | (1312) | (1105) | (920) | (755) | (607) | (475) |
| Итого текущая стоимость будущих ДП | | | | (1312) | (2417) | (3337) | (4092) | (4699) | (5174) |
| Проценты полученные/уплаченные | 487 | (467) | 237 | 10 | 10 | 11 | 11 | 12 | 12 |
| Увеличение (погашение) долгоср. займов и кредитов | 396 | 3805 | (1097) | 1683 | 1931 | 1970 | 2001 | 2020 | 2023 |
| Финансовый ДП | 883 | 3338 | (860) | 1893 | 1941 | 1981 | 2012 | 2031 | 2036 |
| Текущая стоимость будущего ДП 2 | | | | 1766 | 1687 | 1606 | 1524 | 1435 | 1341 |
| Накопленный ДП | | | | 454 | 1038 | 1726 | 2495 | 3324 | 4189 |
| Терминальная стоимость всего ДП | | | | 4343 | 4261 | 4193 | 4140 | 4098 | 4065 |
| Итого стоимость компании (с учетом 1-й составляющей) | | | | | | | | | 18 515 |

Итоговая стоимость компании составляет 18 515 млн. долл. США и включает в себя стоимость чистых активов компании (с учетом дисконтированного прироста по прогнозу на 5 лет) и дисконтированную стоимость ожидаемых денежных потоков на аналогичный период прогноза. Такая модель позволяет поэтапно выделить ключевые факторы формирования стоимости компании, а также отделить чистые активы самой компании от денежных потоков, что важно для оценки «вклада» приобретаемой компании при слиянии и поглощении.

Затраты на приобретение компании-цели (как реально понесенные, так и прогнозируемые) в данной модели будут включены в финансовый денежный поток (при условии увеличения заемного капитала для осуществления сделки) и в инвестиционный денежный поток (срока капитальные вложения и инвестиции). При полной интеграции компании (как правило, 2–3 года) нет необходимости оценивать их денежные потоки отдельно, поскольку по сути это будет уже единая компания, финансовые показатели которой отражают полностью все реализованные виды синергии. В то же время при оценке целесообразности сделки, а также вначале процесса интеграции, менеджменту необходимо разделить «стоимости» компаний для мониторинга за изменением стоимости объединенной компании и для принятия более эффективных текущих управленческих решений.

В данных условиях дисконтируемые денежные потоки приобретаемой компании, рассчитанные на основе исходных темпов роста выручки и других показателей (без учета синергетических выгод, возникающих при объединении), становятся «надбавкой» к величине потоков компании-покупателя при расчете стоимости объединенной компании. Автором предлагается рассматривать чистые синергетические выгоды, полученные при объединении компаний как «сверхдоходы» в краткосрочном периоде (до полного процесса интеграции

компаний), т.е. чистая прибыль, полученная за период от каждого вида синергии (например, экономия ресурсов, снижение затрат, рост выручки за счет расширения бизнеса и др.).

Кроме того, в работе представлен ряд рекомендаций, которые должны увеличить вероятность благоприятного исхода сделки для объединяющихся компаний. В частности, влияние типа выбранного синергетического эффекта на величину стоимости объединенной компании представлено в табл. 6:

Таблица 6

Взаимосвязь вида синергии и стоимости компаний

| Мотив сделки | Факторы синергии | Влияние на величину стоимости компании |
|------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Рост бизнеса | Снижение конкуренции за счет увеличения доли на рынке; Возможность проводить более эффективную ценовую политику; Получение доступа на новые рынки; Доступ к новым продуктам | Увеличение выручки и темпов роста бизнеса оказывает максимальный эффект на стоимость компании |
| Экономия ресурсов | Снижение издержек благодаря устранению дублирующих функций; Улучшение управления и координации технологической цепочки и уменьшение себестоимости продукции (при вертикальной интеграции); Снижение коммерческих расходов (приобретение бренда); Снижение производственных затрат за счет масштаба. | Эффект на стоимость бизнеса – в зависимости от ситуации, главным образом за счет снижения расходной части денежных потоков – средний/высокий |
| Капитальные вложения | Доступ к дорогостоящим внеоборотным активам; Доступ к НИОКР, к новым технологиям; Доступ к информации | Средний эффект воздействия на показатель стоимости бизнеса достигается за счет снижения расходов и увеличения денежных потоков в краткосрочном периоде. |
| Повышение эффективности управления | Комбинирование взаимодополняющих административных ресурсов при интеграции компаний; Замена менеджеров более опытными и эффективными кадрами | Стоимость компании повышается незначительно, поскольку со временем данная синергия быстро нивелируется |

Таким образом, максимальный эффект на стоимость компании-покупателя, как правило, производит синергия, направленная на рост бизнеса (выход на новые рынки, увеличение доли на существующем рынке и др.). Рост выручки от продаж и темпов роста денежных потоков являются наиболее эффективным рычагом воздействия на стоимость объединяющихся компаний.

III. ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Богданова Е.А. Публичные компании в процессе слияния и поглощения: анализ влияния рыночных ожиданий на успех сделки // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов.- 2010.- №2.- С.78-82 .- 0,5 п. л.
2. Богданова Е.А. Слияния и поглощения: влияние рыночной цены акции на успех сделки // Финансовый рынок и кредитно-банковская система России. Выпуск №11: сборник научных трудов / Под ред. А.С. Селищева, Л.П. Давиденко, И.П. Леонтьевой – СПб.: Изд-во «Инфо-да», 2009. – 0,19 п.л.
3. Богданова Е.А. Влияние экзогенных факторов на рынок слияний и поглощений // Финансовый рынок и кредитно-банковская система России. Выпуск №13: сборник научных трудов / Под ред. А.С. Селищева, Л.П. Давиденко, И.П. Леонтьевой – СПб.: Изд-во «Инфо-да», 2009. – 0,15 п.л.
4. Богданова Е.А. Слияния и поглощения в период экономического спада // Модернизация и экономическая стратегия России в условиях инновационного развития. Материалы 1-й Межвузовской научной магистерской конференции: Сборник докладов / Под ред. А.Е. Карлика, Т.Г. Тумаровой, И.Н. Самоновой – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 0,34 п.л.
5. Богданова Е.А. Слияния и поглощения: предпосылки заключения успешной сделки // Эффективное управление в бизнесе и обществе: сборник докладов. IX Международная студенческая научно-практическая конференция– СПб.: ВШМ СПбГУ, 2009.– 0,1 п.л.
6. Богданова Е.А. Слияния и поглощения: «плюсы», «минусы» и альтернативы // Россия и Санкт-Петербург: экономика и образование в XXI веке. Научная сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР за 2009 год. Март-апрель 2010 года: сборник лучших докладов. – СПб: Изд-во СПбГУЭФ, 2010.– 0,2 п.л.
7. Богданова Е.А. Слияния и поглощения компаний на разных этапах экономического цикла // Шестьдесят третья студенческая научно-техническая конференция ГУАП: сб. докл.: В2 Ч II. Гуманитарные науки. – СПб.: СПбГУАП, 2010.– 0,19 п.л.