



САВЧЕНКО Яна Валерьевна

Кандидат экономических наук, доцент
кафедры корпоративной экономики, управления и оценки бизнеса

Уральский государственный экономический университет
620144, РФ, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45
Контактный телефон: (343) 251-96-78
e-mail: 75karpenko@mail.ru

ГРИГОРЬЕВ Михаил Николаевич

Магистр экономики, менеджер

ООО Торговый дом «Ваш партнер»
624091, РФ, Свердловская область, г. Верхняя Пышма, ул. Осипенко, 1
Контактный телефон: (343) 204-95-54
e-mail: m.grigoryev@bk.ru



Методический подход к оценке экономической эффективности сделок слияний и поглощений

Ключевые слова: слияние; поглощение; экономическая эффективность; оценка эффективности слияний и поглощений; стоимость компании; синергия.

Рассмотрен методический подход к оценке экономической эффективности сделок слияний и поглощений на основе перспективной и ретроспективной оценки. Разработан алгоритм оценки эффективности данных сделок. Представлены материалы прикладного исследования по оценке эффективности процесса поглощения.

Слияния и поглощения являются в настоящее время одним из важнейших направлений развития форм и способов хозяйствования, повышения конкурентоспособности предпринимательских структур на основе централизации и концентрации производства и капитала. Итоги российского рынка слияний и поглощений в 2012 г. в очередной раз подтвердили постоянно увеличивающуюся динамику и значимость данных процессов. 2012 г. стал поворотным для российского рынка слияний и поглощений. Общая сумма сделок увеличилась по сравнению с 2011 г. более чем в 2 раза и составила 139,1 млрд дол. Количество сделок увеличилось на 12% на фоне снижения этого показателя на 10% в мире и на 19% в странах Европы [1]. Основная причина значительного роста рынка слияний и поглощений в том, что данные сделки в наибольшей степени и в короткие сроки способны увеличить стоимость компании. В частности, процессы слияний и поглощений стали основой современного могущества крупнейших российских корпораций. Они обеспечивают не только рост прибыли и капитализации компаний, но и приобретение стратегических конкурентных преимуществ, завоевание рынков.

Значительные объемы и высокие темпы роста рынка слияний и поглощений, а также существенные риски, связанные с реализацией сделок, определили актуальность исследований данных процессов и, как следствие, увеличение количества публикаций по этой проблеме. При всей ценности полученных исследователями результатов, проблема оценки и управления эффективностью слияний и поглощений хозяйствующих субъектов сохраняется. В настоящее время эти вопросы не имеют должного теоретического обоснования, системного единства и методической проработки.

Проведенный нами анализ современных теоретических и эмпирических работ по проблематике слияний и поглощений выявил ряд концептуальных подходов к мотивации компаний, принимающих участие в консолидационных сделках: теория синергии, теория «гордыни» и теория агентских издержек. В качестве основной теоретической концепции нами принята теория синергии.

Из множества определений синергетического эффекта для целей нашего исследования наиболее приемлемо определение, данное М. Сироуером: «Синергия представляет собой увеличение эффективности объединенной компании сверх того, что две фирмы уже могут выполнять как независимые» [2. С. 101].

В практике предпринимательской деятельности выдвигается множество экономических мотивов сделок слияния и поглощения. Как правило, они состоят в ожиданиях экономических результатов деятельности за счет роста стратегических конкурентных преимуществ (синергетических эффектов слияния и поглощения). Экономический результат синергии проявляется в большей прибыльности и, как следствие, в большей стоимости объединенной компании по сравнению с простой суммой соответствующих показателей объединяемых компаний. Мотивы синергии определяют до 70–80% слияний и поглощений.

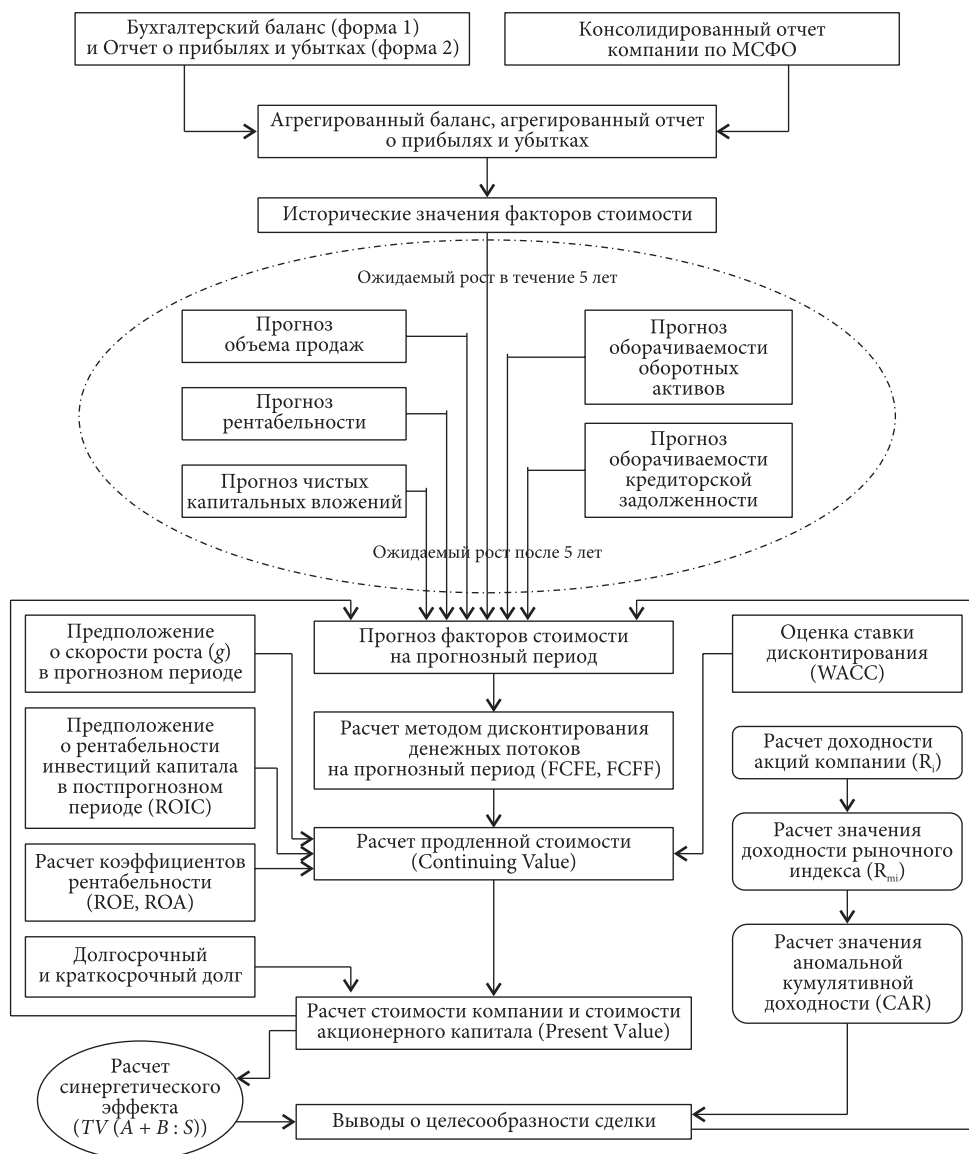
За основу дальнейших расчетов нами была принята следующая классификация составляющих корпоративной синергии [2; 3]: операционная синергия; финансовая синергия; синергия объединения оптимально управляемых компаний. Источниками экономических эффектов выступают снижение издержек, рост объема продаж, повышение эффективности инвестиций, снижение налоговых расходов. При этом мы отмечаем ограничения данной классификации для целей настоящего исследования, состоящие, во-первых, в способе учета синергии объединения (отсутствие связи составляющих эффекта синергии с инструментарием системы сбалансированных показателей и принципами риск-менеджмента), во-вторых, в отсутствии анализа эффекта интеграции нематериальных активов объединяемых компаний, взаимосвязи нематериальных и материальных активов.

При выборе способа оценки эффективности сделок слияний и поглощений выделяют две принципиально разные методологии – перспективную и ретроспективную оценку. Сущность первого способа заключается в соотношении сумм затрат на покупку со справедливой стоимостью приобретаемой компании, которую можно найти, например, с помощью метода дисконтирования денежных потоков фирмы-цели. Недостатком данного подхода является существенный фактор неопределенности при прогнозировании будущих показателей, что не позволяет ему считаться объективным критерием эффективности слияний и поглощений. Ретроспективная оценка рассматривает эффективность сделок слияний и поглощений на основании анализа динамики различных характеристик деятельности компаний за определенный промежуток времени после осуществления слияния.

Наиболее оправданным представляется использование перспективной оценки для принятия решения о слиянии, а ретроспективной – для определения того, насколько удачно функционирует уже объединенная компания. С методологической точки зрения перспективная оценка является более правильной, но менее точной, в то время как ретроспективная оценка опирается на четкие фактические данные, но не является полностью корректной, поскольку не рассматривает соотношение результатов и затрат. Компромисс возможен только при постепенной сверке и замене прогнозных данных фактическими результатами деятельности компаний после слияния.

Мы предлагаем объединить перспективный и ретроспективный виды анализа. Поскольку после завершения сделки на основе уже имеющихся данных можно рассчитать синергетический эффект или воспользоваться моделью CAR, то нас интересует возможность прогнозирования результата до момента и после заключения сделки.

Предлагаемый нами алгоритм позволяет оценить результат слияния или поглощения для компании-покупателя на основе ряда отобранных эмпирических данных (см. рисунок). Мы предполагаем, что эффективность сделки определяется наличием положительной синергии, и рассматриваем в качестве зависимой переменной рост или падение акционерной доходности в момент ее заключения.



Алгоритм оценки эффективности слияний и поглощений¹

Предлагаемая последовательность действий позволяет оценить размер денежных потоков до сделки (FCFE, FCFF), определить ставку дисконтирования (WACC), найти скорость роста в прогнозном периоде (g), выявить продленную стоимость (CV), рассчитать стоимость компании (PV), установить доходность акций компании (R_i),

¹ Составлено по [4; 5].

получить доходность рыночного значения (R_{mi}), высчитать аномальную кумулятивную доходность (CAR), сделать выводы по всем расчетам.

Таким образом, нами сформирован алгоритм оценки эффективности слияний и поглощений, апробированный на конкретном примере поглощения корпорацией Unilever российской компании «Калина». Все данные для расчетов взяты с официальных сайтов компаний [6; 7].

В декабре 2011 г. англо-голландская корпорация Unilever подписала соглашение о покупке российского концерна «Калина». За 82% акций «Калины» Unilever заплатил 390 млн евро. Цена пакета рассчитывалась исходя из оценки полной стоимости – полмиллиарда долларов. Сделка финансировалась с помощью денежных средств, без дополнительной оплаты акциями. Обе компании работают в одной отрасли (косметологической) [6].

Перспективный анализ. В данном исследовании нас интересует справедливая стоимость компании в прошлом и возможный синергетический эффект, поэтому рассматриваются денежные потоки за пять лет с момента заключения сделки (2011–2016 гг.).

Проанализируем эффективность сделки со стороны компании-цели. Стоимостной анализ осуществлен на основе чистых денежных потоков FCFF и FCFE – для компании и для акционеров соответственно [4; 5]. Чистый денежный поток для компании определяется по формуле

$$FCFF = EBIT(1 - T) - (CE - D) - \Delta NCWC, \quad (1)$$

где EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – прибыль до выплаты процентов по обязательствам и налогов; T – ставка налога; CE (Capital Expenditures) – капитальные затраты; D – амортизация; $\Delta NCWC$ (Non-Cash Working Capital) – изменения величины неденежной части оборотного капитала.

В результате расчета по модели FCFF получены показатели, приведенные в табл. 1.

Таблица 1

Результаты расчета дисконтированных денежных потоков по модели FCFF компании-цели, млн р.

Показатель	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCFF	3 231	3 812	4 498	5 308	6 264	7 391
Terminal Value	81 309					
Present Value	48 041					
Continuing Value	32 832					

Таким образом, стоимость компании, рассчитанная на основании официальной отчетности, по результатам 2011 г. составила 48 млрд р.

Для нахождения текущей и продолженной стоимостей (PV, CV) нам понадобилось найти средневзвешенную стоимость капитала WACC по формуле

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot Re + \frac{D}{V} \cdot (1 - Tax) \cdot Rd, \quad (2)$$

где E – рыночная стоимость акционерного капитала приобретаемой компании, измеренная рыночной капитализацией; D – рыночная стоимость заемного капитала приобретаемой компании, значение которой эквивалентно рыночной стоимости выпущенных компанией долговых инструментов; V – суммарная стоимость акционерного и заемного капитала ($V = E + D$); E/V – доля акционерного капитала в общем капитале; D/V – доля заемного капитала в общем капитале; Tax – ставка налогообложения приобретаемой компании; Re – стоимость акционерного капитала; Rd – текущая стоимость долгового финансирования.

Значение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) компании-цели получилось равным 0,2.

Продолженная стоимость CV (Continuing Value) рассчитана по формуле

$$CV_t = \frac{FCF_{t-1}}{WACC - g} = \frac{FCF_t(1 + g)}{WACC - g}, \quad (3)$$

где t – расчетный период.

При использовании метода роста FCF в расчете CV предполагается, что чистые денежные потоки компании будут увеличиваться с постоянной скоростью g на протяжении бесконечного периода (табл. 2).

Таблица 2

Расчет продолженной стоимость капитала компании-цели

Показатель	Обозначение показателя	Значение
Денежный поток текущий, млн р.	FCF_t	7 391
Прирост ВВП за десять лет, % [8]	g	0,04
	$FCF_t(1 + g)$	-3 101
	$WACC - g$	0,16
	CV	37 344

Скорость роста g можно экстраполировать по данным роста предыдущих периодов или принять за долгосрочные темпы прироста ВВП государства (при предположении о поступательном развитии экономики), если компания работает на местном уровне, либо темпы роста мировой экономики, если она работает на международном уровне.

Точность полученного расчета проверена через модель денежных потоков для акционерного капитала по формуле

$$FCFE = NI - (CE - D) - \Delta NCWC - (PR - NDI), \quad (4)$$

$$NI = (EBIT - I) \cdot (1 - T), \quad (5)$$

где NI – чистая прибыль; PR – выплаты по обязательствам; NDI – новые займы; I – выплаты процентов по обязательствам (произведение ставки по обязательствам и величины обязательств).

Дивиденды по привилегированным акциям тоже включаются в расчет при их наличии.

Текущая стоимость акционерного капитала определена по формуле

$$PV_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + WACC)^t}. \quad (6)$$

В табл. 3 представлены результаты расчета FCFE компании-цели.

Таблица 3

Результаты расчета FCFE компании-цели, млн р.

Показатель	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	3 429	4 046	4 774	5 633	6 648	7 844
Terminal Value	86 291					
Present Value	50 985					

Как показал анализ, «Калина» имеет показатели ниже своих конкурентов, отставая по рентабельности как собственного, так и инвестированного капитала. Можно предположить, что она не была интересна иностранным инвесторам. Из табл. 3 видно, что

компания «Калина» была недооценена: при стоимости в 48–50,9 млрд р. и продолженной стоимости 32 млрд р. ее поглотили за 13,6 млрд р.

Далее определен денежный поток по модели FCFE для поглощающей компании, результирующие показатели которого представлены в табл. 4.

Таблица 4

Результирующие показатели по модели FCFE поглощающей компании, млн р.

Показатель	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	339 735	400 887	473 047	558 195	658 670	777 231
Terminal Value	17 099 090					
Present Value	5 953 658					

Мы рассчитали синергетический эффект от сделки в рамках перспективного анализа (с учетом уже известных нам показателей за 2011 г.), чтобы определить, на какую премию могли рассчитывать акционеры объединяющихся компаний в момент принятия решения менеджментом.

В табл. 5 представлены результаты расчетов с использованием уже описанного метода оценки синергии на базе сравнения дисконтированных денежных потоков двух фирм в случае заключения и незаключения сделки.

Таблица 5

Расчет синергетического эффекта от поглощения корпорацией «Юнилевер» концерна «Калина», млн р.

FCF (A + B)	TV (A + B)	FCF (A + B : S)	TV (A + B : S)
396 841,08		403 567,20	
468 272,47		484 280,64	
552 561,52		581 136,77	
652 022,59		697 364,12	
769 386,66	17 185 382,33	836 836,95	17 184 382,33
PV	6 017 582,81	PV	6 017 461,81
	Gains from synergy	-121,00	

Предполагаемая конечная стоимость двух компаний равна 6 млрд р. Покупка была удачной, но поскольку синергетический эффект отрицательный, «Калину» можно рассматривать только как финансовую, а не стратегическую инвестицию.

Ретроспективный анализ. При анализе значений SAR мы сравнивали доходности акций «Калины» и биржевой индекс РТС спустя 6 месяцев после официального объявления о сделке [4; 5; 9] (табл. 6).

На базе проведенного нами расчета с помощью предложенного алгоритма оценки эффективности сделок слияний и поглощений можно сделать следующие выводы о результатах сделки:

- на момент сделки на основе доступной информации можно было предположить ее будущую эффективность для «Калины»;
- при использовании перспективного анализа мы пришли к выводу, что бизнес «Калины» был в значительной степени недооценен. Отчасти это можно связать с прошедшим мировым финансовым кризисом;
- покупка была удачной, но синергетический эффект отрицательный, поэтому «Калину» можно рассматривать только как финансовую, а не стратегическую инвестицию;
- ретроспективный анализ показал, что рост акций концерна «Калина» составил свыше 140% за полгода. Это говорит о том, что акционеры «Калины» позитивно оценили известие о приобретении.

Оценка аномальной кумулятивной доходности акций концерна «Калина»

Показатель	Обозначение показателя	Значение
Цена акции компании в момент $t-1$, р.	P_{i-1}	140
Цена акции компании в момент t , р.	P_i	70
Доходность акции компании в момент t , %	R_i	-0,5
	$P_i - P_{i-1}$	-70
	$P_{i-1} \cdot 100\%$	140
Доходность рыночного индекса в момент t , %	R_{mi}	0,20
Значение рыночного индекса в момент времени t	I_{mi}	1937
Значение рыночного индекса в момент времени $t-1$	I_{mi-1}	1551
	$I_{mi} - I_{mi-1}$	386
Кумулятивная аномальная доходность, %	CAR	1,40

Таким образом, предложенный нами методический подход к оценке экономической эффективности сделок слияний и поглощений, апробированный на примере расчета результативности дружественного поглощения, получил подтверждение и может быть рекомендован к использованию.

Источники

1. Официальный сайт компании KPMG. Режим доступа: <http://www.kpmg.com>.
2. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компании при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. М. : Альпина Бизнес Букс, 2010.
3. Рид С. Ф., Лажу А. Р. Искусство слияний и поглощений. М. : Альпина Паблишер, 2004.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М. : Альпина Бизнес Букс, 2011.
5. Damodaran Online. Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
6. Официальный сайт концерна «Калина». Режим доступа: <http://investors.kalina.org>.
7. Официальный сайт корпорации «Юнилевер». Режим доступа: <http://www.unilever.ru>.
8. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. Режим доступа: <http://www.gks.ru>.
9. Российская торговая система. Режим доступа: <http://rts.micex.ru>.