

## Разработка механизма снижения комплексного риска корпоративного захвата хозяйствующих субъектов сельскохозяйственного сектора

© 2010 А.В. Молодцов

директор центра исследований и перспективных разработок

Финансовый университет, г. Москва

E-mail: alexander.molodtsov@rambler.ru

Автором разработан подход к оценке и управлению риском корпоративного захвата как комплексным риском, присущим предприятиям сельскохозяйственного сектора экономики. Рассматривается его положение в системе рисков, сопутствующих деятельности компании, разработаны концептуальные предложения по качественной и количественной оценке риска корпоративного захвата сельскохозяйственного предприятия или части его активов.

*Ключевые слова:* комплексный риск корпоративного захвата, корпоративный захват, оценка вероятности корпоративного захвата сельскохозяйственных предприятий.

Для российских предприятий характерно существование комплексных рисков, состоящих из рисков различной направленности и даже природы, но объединенных следующими факторами:

- наличие общей цели - временного или постоянного снижения стоимости объекта риска;
- наличие единого субъекта, осознанная активность которого направлена на реализацию рисков.

К числу таких рисков относится комплексный риск корпоративного захвата.

Отсутствие систем управления рисками и комплексного восприятия рисков у хозяйствующих субъектов сельскохозяйственного сектора приводит к повышенной уязвимости предприятий данной подотрасли относительно риска корпоративного захвата.

Действительно, в силу наличия ценных земельных активов значительная часть сельскохозяйственных предприятий попадает в сферу интересов предприятий и физических лиц - рейдеров.

Среди причин широкого распространения рейдерства сельскохозяйственных земель эксперты называют правовую безграмотность населения сельской местности, недостатки регулирования земельных отношений<sup>1</sup> и отсутствие юридической и административной поддержки со стороны местных властей владельцев земельных долей.

С точки зрения рисков, риск корпоративного захвата является наиболее комплексным и в силу ряда причин, о которых будет сказано ниже, характерен для предприятий сельскохозяйственного комплекса

Управление комплексным риском представляет собой сложный и многофакторный процесс, требующий осознания ответственности как ру-

ководством и сотрудниками, так и собственниками компании. Это связано с тем, что в ряде случаев бывает сложно определить функциональную принадлежность конкретного риска, более того, выделение одного конкретного риска может оказаться бессмысленным без учета его взаимодействия с другими видами рисков.

Управление комплексным риском подразумевает определение и таргетирование определенного показателя как объекта воздействия того или иного риска. В качестве таргетируемого показателя можно использовать такие инструменты, как расчет:

- денежного потока, подверженного риску (CFaR);
- доходов (финансового результата), подверженного риску (EaR);
- стоимости, подверженной риску (VaR (Стоимости под риском) или CAPaR (капитализации под риском))<sup>2</sup>.

Применение указанных выше показателей возможно при наличии значительной совокупности данных и вероятностных характеристик будущих показателей (стоимости, финансового результата и др.). Формирование совокупности данных возможно при условии оценки всех факторов, влияющих на будущее значение показателей. Как правило, анализ рисков осуществляется в разрезе по бизнес-процессам.

### Риск корпоративного захвата

*Риск корпоративного захвата*<sup>3</sup> - комплексный риск, который представляет собой вероятность получения субъектом риска контроля над предприятием (либо частью его активов), являющимся объектом риска, или ущерба от попытки его получения.

Особенностью данного типа риска выступает сложность его идентификации ввиду отсутствия четкой структуры и неопределенной протяженности реализации.

С одной стороны, риск корпоративного захвата представляет собой совокупность различного рода рисков (например, нефинансовых (налоговые, правовые, операционные (риск персонала и др.) и (или) финансовых (кредитный риск, риск ликвидности и др.))<sup>4</sup>.

С другой стороны, риск корпоративного захвата не может быть рассмотрен самостоятельно с точки зрения каждого структурного элемента, так как операция по враждебному поглощению предприятия или его активов представляет собой комплексную активность, направленную на целевое предприятие.

Таким образом, в целях идентификации и оценки риска корпоративного захвата должны быть выделены контрольные критерии, позволяющие не только определять отдельные структурные элементы, но и риск в целом.

Управление риском корпоративного захвата представляет собой следующий процесс.

Предприятие - субъект риска корпоративного захвата оценивает свою подверженность каждому из структурных элементов риска корпоративного захвата, определяя наиболее уязвимые элементы, с тем, чтобы, минимизируя их, снизить риск корпоративного захвата благодаря уменьшению возможных инструментов для использования при захвате.

Необходимо четкое осознание того, что управление отдельными составляющими риска не является достаточным для решения проблемы, так как сохранение стимула к поглощению стимулирует компанию-агрессора (субъекта риска) к продолжению активности и изобретению новых способов воздействия. Поэтому требуется проводить работу, непосредственно направленную на снижение мотивации у субъекта поглощения.

#### **Оценка риска корпоративного захвата**

Оценка риска корпоративного захвата предприятия возможна путем определения отношения количества поглощенных хозяйствующих субъектов, аналогичных компании-цели, к общему количеству предприятий, которые в соответствии с избранными критериями могут быть отнесены к аналогам.

Таким образом, для оценки риска корпоративного захвата хозяйствующего субъекта предлагается применять алгоритм, широко используемый при оценке стоимости бизнеса методом компании-аналога<sup>5</sup>, адаптированный для каждого конкретного случая.

Такой метод заключается в формировании достаточной статистической совокупности данных, на основании которых можно сделать вывод о корпоративном захвате предприятия (или его активов, в частности земель сельскохозяйственного назначения). Данные формируются путем поиска компаний, по большинству показателей аналогичных анализируемой компании, и на основании сравнительного анализа деятельности делается обоснованный вывод о степени вероятности недружественного поглощения.

#### **Стадии процесса отбора сопоставимых компаний:**

##### **1. Определение расширенного списка условно сходных компаний.**

В него входит максимально возможное число предприятий, похожих на компанию-цель. Поиск таких компаний осуществляется путем определения основных конкурентов, просмотра списка компаний, поглощенных за последний год. Возможно использование электронных баз, однако такая информация нуждается в дополнительных сведениях, так как не бывает достаточно полной. Критерии сопоставимости на этом этапе условны и, как правило, ограничиваются сходством отрасли.

##### **2. Определение списка сходных компаний.**

Для проведения полноценного анализа необходимо получить дополнительную, не содержащуюся в отчетности компаний информацию. Это является одной из причин сокращения расширенного списка, так как некоторые компаний могут отказать в предоставлении информации. Необходимо также проводить анализ достоверности и релевантности полученной информации. Критерии отбора сходных компаний должны соответствовать важнейшим характеристикам компании-цели. Компания-аналог может использоваться на последующих этапах оценки в том случае, если она отвечает всем установленным критериям.

##### **3. Составление окончательного списка аналогов.**

Данный список позволяет специалисту по оценке рисков определить риск корпоративного захвата компании-цели. Включение компаний в список аналогов основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. В рамках 3-ей стадии происходит уточнение критериев сопоставимости (отбора) и оцениваются такие факторы, как наличие попыток корпоративного захвата, уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции, стоимость и характер принадлежащих активов и т.д.

#### **Оценка вероятности реализации риска корпоративного захвата**

При определении вероятности попытки враждебного поглощения на период менее года дела-

ется предположение о том, что случайная величина возникновения риска распределена в соответствии с распределением Пуассона, интенсивность постоянна во времени, соответствует годовой кумулятивной вероятности дефолта и определяется по формуле

$$DR_t = 1 - e^{-\ln(1-DR)k},$$

где  $k = K/365$ ,  $K$  - период, дн.;

$DR$  - кумулятивная вероятность поглощения за 1 год.

Состав критериев сопоставимости определяется условиями оценки риска корпоративного захвата, наличием необходимой информации, приемами и методами оценки риска. Для того чтобы определить релевантность полученной информации, необходимо проанализировать в динамике следующие показатели и провести сравнительный анализ с аналогичными показателями компании-цели:

- структура собственности;
- причины смены собственников;
- соотношение динамики стоимости компании с изменениями в структуре собственности;
- соотношение динамики значительных изменений в структуре собственности с постановкой систем управления рисками и экономической безопасностью.

Далее рассмотрим каждый из указанных выше показателей более подробно:

### **1. Показатель структуры собственности.**

Проведение анализа состава собственников компании необходимо для сравнения структуры капитала компании-аналога и компании-цели. Можно выделить три типа структуры собственности компании-цели, исходя из присущих им степеней риска корпоративного захвата.

*Компания-цель с единственным собственником* менее уязвима для осуществления корпоративного захвата, так как вхождение компании-рейдера в число собственников затруднено, равно как затруднено и осуществление корпоративного шантажа. Однако при избрании компанией-рейдером иной стратегии поглощения, связанной, например, с подделкой документов компании-цели и другими сходными действиями, для компании-цели более затруднительным является сохранение независимости. Вместе с тем считается, что подобная активность, также называемая "черным рейдерством", сегодня ослабевает и перемещается из Москвы в другие регионы, и подвергаются ей во все большей степени сельскохозяйственные предприятия.

*Компания-цель, принадлежащая нескольким крупным собственникам*, более адаптивна к усло-

виям корпоративного захвата и обладает, как правило, большими ресурсами (например, человеческими), нежели компания с одним собственником. Однако необходимо учитывать, что компания-цель с такой структурой капитала может быть подвергнута корпоративному захвату со стороны одного из действующих собственников. Это связано с тем, что действующие собственники имеют значительные возможности для захвата долей/пакетов акций, принадлежащих другим собственникам компании-цели, и располагают доступом к значительному объему внутрифирменной информации.

*Компания-цель, принадлежащая значительному количеству собственников* (за исключением публичных компаний со значительным free float), в наибольшей степени подвержена риску корпоративного захвата. Это объясняется отсутствием затруднений для компании-цели во вхождении в состав собственников компании-цели, что, в свою очередь, обеспечивает доступ к внутренней информации компании-цели и возможность осуществления враждебных действий, таких, как подача исков, подразумевающих обеспечивающие меры, и др.

### **2. Показатель причины смены собственников.**

Данный критерий является одним из ключевых, так как именно на основании него является возможность сформировать список компаний-аналогов, подвергшихся корпоративному захвату. Для определения причин смены собственников, как правило, возможно использование источников информации, находящейся в открытом доступе, в частности публикации в периодических изданиях, ресурсы информационной сети Интернет, в частности ресурсы профессиональных сообществ, специализирующихся на сопровождении и организации сделок по слиянию и поглощению, системы предоставления корпоративной информации. Также возможно получение необходимых данных из неформальных контактов с бывшими и нынешними собственниками компаний-аналогов. Таким образом, определяются компании, подвергшиеся корпоративному захвату, что дает возможность оценить вероятность корпоративного захвата компании-цели.

### **3. Показатель соотношения динамики стоимости компании с изменениями в структуре собственности.**

Анализ данного критерия позволяет сделать необходимые уточнения к оценке влияния риска корпоративного захвата на стоимость компании-цели.

Оценка соотношения производится на основе расчета коэффициента корреляции между

случае смены собственника и колебанием цены. При применении критерия оценка компании-цели базируется не только на аналитически полученных данных, но и на информации о реально совершенных в отношении аналогичных компаний попыток корпоративного захвата. В этом случае оценка компании будет ближе к основным принципам оценки бизнеса, подразумевающим применение не только одного метода дисконтированных денежных потоков, но и других методов, в совокупности, например, метода компании-аналога.

**4. Показатель соотношения динамики значительных изменений в структуре собственности с постановкой систем управления рисками и экономической безопасностью.**

Оценка данного критерия позволяет оценить степень зависимости между наличием специализированной службы, обеспечивающей экономическую безопасность, и риском корпоративного захвата. Также делается вывод о необходимом размере финансирования такой службы и основных методах и направлениях работы, необходимых для минимизации риска корпоративного захвата.

*Оценка потенциального ущерба от реализации комплексного риска корпоративного захвата*

В основе методики - анализ финансового состояния компании и тщательное исследование фундаментальных характеристик бизнеса, таких как страновые характеристики, структура отрасли, перспективы ее роста, конкурентные преимущества компании, менеджмент, стратегия.

В основе оценки влияния риска корпоративного захвата на стоимость компании лежит определение вероятностной характеристики размера потенциального ущерба, который может нанести предприятию попытка корпоративного захвата.

В случае когда компания-рейдер производит корпоративный захват, она заинтересована в минимизации расходов на его осуществление. В связи с этим представляется необходимым определить основные факторы, воздействуя на которые компания-рейдер снижают стоимость компании-цели. Действительно, определив основные факторы стоимости бизнеса компании-цели, мы можем, пользуясь аналитическим методом, получить стоимостное выражение результатов деятельности компании-рейдера в зависимости от выбранного ею метода корпоративного захвата и конкретных осуществляемых действий.

Стоимостная оценка результатов деятельности компании-рейдера проявляется в ущербе, который может быть нанесен компании-цели, в

зависимости от выбранной компанией-рейдером стратегии корпоративного захвата.

В свою очередь, используя данные о факторах стоимости компании-цели и размере потенциального ущерба, который может быть нанесен, мы можем получить агрегированный показатель совокупного влияния попытки корпоративного захвата на стоимость компании-цели.

Также следует отметить, что данная оценка необходима, например, при подготовке слияния или дружественного поглощения компании-цели. Действительно, дружественному приобретателю следует учитывать риск того, что актив может быть захвачен, в цене, которая будет заплачена при приобретении компании-цели.

Таким образом, в целях оценки вероятного ущерба требуется выяснить основные факторы стоимости компании-цели, определяющие богатство собственника при условии нормального функционирования предприятия.

Стоимость компании-цели до начала корпоративного захвата является точкой отсчета для оценки влияния данной сделки на стоимость компании-цели.

Потенциальный размер влияния корпоративного захвата на стоимость компании можно рассчитать как разницу между стоимостью компании до начала попытки корпоративного захвата и в результате его. При этом в целях данной работы необходимо учитывать влияние риска корпоративного захвата на стоимость с учетом определяющих ее факторов. Для проведения анализа и оценки нас интересует стоимость компании с учетом попытки корпоративного захвата.

Важно сделать допущение, что в указанной ниже формуле не учитывается фактор вероятности осуществления попытки корпоративного захвата. Следовательно, в этой формуле вероятность попытки корпоративного захвата берется равной 1, т.е. осуществление попытки гарантировано.

Задача расчетов состоит в оценке влияния предполагаемой попытки корпоративного захвата на стоимость компании-цели:

$$PV1 = PV0 - (PVf1 + PVf2 + \dots + PVfn),$$

где  $PV1$  - приведенная стоимость компании с учетом попытки корпоративного захвата;

$PV0$  - приведенная стоимость компании на момент планирования без учета попытки корпоративного захвата;

$PVfn$  - приведенный размер ущерба, который может быть нанесен при попытке корпоративного захвата по каждому из  $n$ -факторов стоимости.

Необходимо отметить, что с целью учета временного фактора при расчете используется приведенная (дисконтированная) стоимость, при этом период дисконтирования зависит от перио-

да планирования, а ставка дисконтирования - от требуемой субъектом оценки доходности.

Формула расчета приведенной стоимости приводится ниже<sup>6</sup>:

$$PV = FV / (1+i)^n,$$

где  $PV$  - текущая стоимость;

$FV$  - будущая стоимость;

$i$  - процентная ставка дисконтирования;

$n$  - период дисконтирования.

Далее рассмотрим факторы, влияющие на стоимость предприятия

Факторы, движущие стоимость, - это отдельные переменные в модели дисконтированных денежных потоков, характеризующие те или иные стороны в деятельности предприятия. При количественном изменении той или иной переменной происходит изменение величины денежного потока и, соответственно, стоимости<sup>7</sup>.

Представим важнейшие факторы, влияющие на стоимость: 1) временной фактор; 2) объемы реализации; 3) себестоимость реализованной продукции; 4) соотношение постоянных и переменных затрат; 5) маржа валовой прибыли; 6) собственные оборотные средства; 7) основные средства; 8) соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала предприятия; 9) стоимость привлечения капитала<sup>8</sup>.

Первые семь из указанных выше факторов оказывают непосредственное влияние на величину денежного потока, восьмой и девятый - на ставку дисконта.

Итак, стремясь минимизировать свои затраты на корпоративный захват, компания-рейдер

стремится воздействовать на стоимость компании-цели. При этом воздействие осуществляется на основные факторы стоимости. Важно отметить, что, как правило, оказывается комплексное воздействие на несколько факторов, в связи с этим можно утверждать, что в большинстве случаев попытка корпоративного захвата приводит к снижению стоимости компании-цели.

Таким образом, на основании рассмотренных выше материалов можно сделать следующие выводы.

Одним из ключевых препятствий развитию сельскохозяйственного комплекса, по мнению автора, является отсутствие комплексного восприятия несистематических рисков хозяйствующими субъектами и, как следствие, неадекватная оценка хозяйствующими субъектами принимаемых на себя рисков.

<sup>1</sup> См.: Выступление Кузнецова М., профессора РАГС на "Пресс-конференции "ИНТЕРФАКС". 2010. 5 февр.

<sup>2</sup> Воробьев С. Финансовый анализ в холдингах // Консультант. 2007. □ 19.

<sup>3</sup> Определение введено автором статьи А.В. Молодцовым.

<sup>4</sup> Авдийский В.И., Курмашов Ш.Р. Прогнозирование и анализ рисков в деятельности хозяйствующих субъектов: научные и практические основы: монография. М., 2003. С. 98.

<sup>5</sup> Оценка бизнеса / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М., 2004. С. 220.

<sup>6</sup> Боди З., Мертон Р. Финансы. М., 2003. С. 215.

<sup>7</sup> Оценка бизнеса. С. 427.

<sup>8</sup> Там же.

Поступила в редакцию 03.08.2010 г.