

УДК 311.13 DOI: 10.14451/1.224.195

Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения

© 2023 **Темукеева Жанета Хусейновна**

аспирант Департамента бизнес-аналитики. Финансовый университет при Правительстве РФ, Россия, Москва.

E-mail: temukueva1994@mail.ru

Ключевые слова: сделки слияния и поглощения, равновесная стоимость, ставка дисконтирования, интеграционные сделки, институциональные сделки, диверсификационные сделки.

Вопросы анализа эффективности создания стоимости для инвесторов и собственников компании при реализации сделок по слиянию и поглощению и анализа стоимости, созданной для инвестора в результате сделки, являются предметом дискуссии на протяжении нескольких десятилетий — с момента развития данного рынка, так как многие компании, на сегодняшний день, сталкиваются с необходимостью реорганизации и реструктуризации своего бизнеса для адаптации к внешним факторам.

На российском рынке подобные инвестиционные сделки стали реализовываться относительно недавно ввиду особенностей экономической системы в период до перестройки. Тем не менее, российский рынок M&A является одним из крупнейших в масштабе мировой экономики.

Однако на сегодняшний день не утихают споры относительно подходов к оценке эффективности реализации сделок слияния и поглощения, а также не решены полностью некоторые проблемы, связанные с методическими подходами к анализу подобных сделок.

Введение

Сделки слияния и поглощения, на сегодняшний день, являются одним из основных механизмов корпоративных реструктуризаций в мировой и российской практике.

Тем не менее, на современном этапе при реализации сделок слияния и поглощения возникает ряд проблем, которые негативным образом сказываются на конечной эффективности сделок.

В исследовании систематизированы и отражены основные проблемы анализа эффективности реализации сделок слияния и поглощения, а также

даны рекомендации по их устранению.

Основными проблемами анализа и структурирования сделок слияния и поглощения являются:

- ошибки при определении вида и наполнения аналитических процедур в результате неверного понимания целей использования объекта сделки, следующие из типа интеграции;
- некорректный выбор стоимости бизнеса и, как следствие, вывод неверных предпосылок стоимостного анализа;
- проблемы анализа ставки дисконтирования для непубличных компаний в условиях плохо

развитого фондового рынка.

В связи с вышеизложенным, рассмотрим в настоящем исследовании разработанную нами классификацию сделок слияния и поглощения на основе целей дальнейшего использования объекта сделки, приведем обоснование выбора равновесной стоимости при реализации сделок слияния и поглощения с расширением ее дефиниции, а также приведем разработанную нами модель определения ставки дисконтирования для непубличных компаний на основе методов стратегического анализа.

Классификация сделок слияния и поглощения в зависимости от стратегии эксплуатации объекта сделки

На сегодняшний день существует обширная классификация сделок слияния и поглощения по различным основаниям. Однако существующие классификации, на наш взгляд, не в полной мере отражают природу той или иной сделки и не задают направление для ее анализа.

В связи с этим мы хотели бы предложить классификацию, подходящую для выработки стратегии дальнейшего использования объекта приобретения:

1. институциональные сделки;
2. интеграционные сделки;
3. диверсификационные сделки.

Такая классификация, на наш взгляд, является наиболее подходящей для принятия мер повышения эффективности сделок, так как подразумевает, что подобная классификация создаёт хорошую базу для понимания направлений использования приобретённого объекта сделки.

В частности, институциональные сделки осуществляются финансовыми и кредитными институтами. Как правило, в данном случае покупателями являются банки и инвестиционные фонды. Основная цель данных субъектов сделки – не достижение долгосрочной эффективности от владения объектом, а создание стоимости для дальнейшей продажи с большей рыночной

премией. Например, инвестиционный фонд приобретает компанию с финансовым состоянием хуже удовлетворительного и проводит меры по финансовому оздоровлению компании, после чего продаёт её по более высокой стоимости, создавая себе доходность. Либо доводит до выхода на фондовый рынок. Для компании-цели такая стратегия также является выгодной, так как участие в уставном капитале компании инвестиционных фондов повышает её привлекательность для потенциальных инвесторов. Данная бизнес-модель является одной из наиболее распространённых для инвестиционных фондов. Следовательно, анализ объекта сделки имеет свою специфику. В первую очередь, необходимо провести анализ неиспользованных резервов и потенциала роста индустрии, в которой функционирует компания, перед реализацией сделки. При подготовке сделки данного типа, в большинстве случаев, потенциальный инвестор разрабатывает также стратегию выхода из инвестиции по достижению первоначальных целей, а не стратегию долгосрочного использования объекта сделки.

Иная ситуация складывается при реализации сделки интеграционного типа, при реализации которой потенциальный покупатель ещё на этапе скрининга должен ориентироваться на возможности будущей интеграции приобретённой компании в контур своего бизнеса (далее – стратегия PMI). При сделках данного типа происходит, преимущественно, приобретение операционного бизнеса компания-цель, нежели доли в её уставном капитале. Стороны сделки в данном случае рассчитывают на долгосрочные последствия интеграции.

При осуществлении аналитического сопровождения данного типа сделки следует ориентироваться на текущее и прогнозное финансовое состояние, операционную эффективность в текущем и прогнозном периодах, а также на рентабельность вложенных средств и потенциала роста экономической добавленной стоимости. К тому же, необходимо принимать во внимание степень адаптивности бизнес-процессов

компании-цели и компании-покупателя [2].

Данный тип сделки можно разложить на ещё два подтипа:

1. Горизонтальная интеграционная сделка – покупатель и компания-цель принадлежат к одной индустрии. При данном типе интеграции эффективнее приобретать компании с неиспользованным потенциалом роста или обеспечивающие выход на новый рынок, но со слабым управленческим аппаратом, так как при данном типе сделки покупатель опирается на свою команду, то могут возникать внутрифирменные конфликты;
2. Вертикальная интеграционная сделка – является эффективной при сильной управленческой команде компании-цели, так как покупатель входит в новую индустрию, в которой менеджмент его компании не имеет опыта успешного функционирования для достижения планируемой эффективности;

Что касается диверсификационных сделок, то при их реализации компания-цель приобретается не столько для получения долгосрочных выгод, сколько для хеджирования предпринимательских рисков. Данный тип сделок осуществляется как путём приобретения доли в капитале компании-цели, так и за счёт приобретения её операционного бизнеса. При осуществлении аналитического обеспечения подобного рода сделок, в первую очередь, наряду с иными процедурами, очень важно оценить текущее финансовое состояние, степень рентабельности, финансовой устойчивости и ликвидности компании, отсутствие административных барьеров для выхода с рынка, риски и доходность капитала компания-цель (в случае, если компания-цель является публичной).

Равновесная стоимость компании при анализе сделок слияния и поглощения: природа и обоснование выбора

Стоимость компании, как и сами сделки, классифицируется по нескольким основаниям.

Критериями классификации видов стоимости являются степень рыночности, методология ана-

лиза, тип компании-аналога, перспективы развития [2].

На наш взгляд, для целей обоснования выбора стоимости при реализации сделок слияния и поглощения наиболее значимым критерием классификации стоимости является цель анализа.

В зависимости от целей анализа можно выделить:

1. инвестиционную стоимость [4];
2. специальная стоимость: страховая стоимость, таможенная, например [3];
3. рыночная стоимость;
4. равновесная стоимость.

Таким образом, в зависимости от критериев группировки, можно выделить несколько видов стоимости: инвестиционную, равновесную и рыночную, как указано в таблице 1.

Для целей реализации инвестиционных сделок наиболее корректной является определение именно инвестиционной стоимости, однако в соответствии с новыми Федеральными Стандартами Оценки (далее – «ФСО»), инвестиционный анализ не подразумевает совершения сделки. В этой связи, мы полагаем, что в исследовании стоит обратить наибольшее внимание на анализ создания рыночной и равновесной стоимости.

Однако предложенное в новых ФСО определение равновесной стоимости, на наш взгляд, не является достаточно исчерпывающим и не отражает в полной мере природу и потенциал использования данного вида стоимости, поэтому мы предлагаем следующее определение равновесной стоимости: стоимостное выражение интересов каждой из потенциальных хорошо осведомленных сторон сделки, включающее в себя как потенциал наиболее эффективного использования объекта для сторон, являющихся участниками рынка, так и выгоду с последствиями, вытекающими из принципов владения объектом сделки.

Наиболее эффективным подходом к анализу равновесной стоимости является доходный подход, основанный на методе дисконтирования

Таблица 1. Виды стоимости: характеристика.

Рыночная стоимость	Инвестиционная стоимость	Равновесная стоимость
Объект отчуждается на открытом рынке в условиях конкуренции. Стороны сделки при этом действуют добровольно и в своих интересах. Чрезвычайные обстоятельства не влияют на цену реализации сделки	Стоимость создаётся для конкретного лица или группы лиц	Сделка реализуется между сторонами, хорошо осведомленными о предмете сделки и объекте анализа
Основной предпосылкой создания рыночной стоимостью выступает предположение о совершении сделки гипотетическими сторонами сделки без персонификации личности инвесторов	На процесс создания инвестиционной стоимости влияет использование приобретаемого объекта	Стоимость отражает специфические условия совершения сделки для каждой из сторон
Специфические условия, относящиеся к конкретным сторонам сделки, при анализе создания рыночной стоимости не учитываются и не рассматриваются		При отборе критериев анализа эффективности создания данного вида стоимости необходимо учитывать предполагаемое использование сторонами приобретаемого объекта анализа

Источник: составлено автором.

денежных потоков. Однако при реализации данного подхода в условиях развивающихся рынков сопряжено с рядом проблем. В частности, возникают проблемы при определении ставки дисконтирования для непубличных компаний, функционирующих в условиях слабо развитого фондового рынка недостаточным количеством сопоставимых публичных компаний.

Модель определения ставки дисконтирования для непубличных компаний

Приходится констатировать тот факт, что на сегодняшний день не существует единой, универсальной системы определения ставки дисконтирования. Несмотря на увеличившееся количество новых методик, большинство из них являются модификацией классических моделей либо напрямую исходят из них [8]: метод средневзвешенных затрат на капитал (WACC,%), модель Шарпа [1], метод кумулятивного построения, расчёт на основе показателей рентабельности капитала [9].

Каждый из этих методов и подходов имеет свои преимущества и недостатки и может применяться в зависимости от конкретных целей.

Наиболее удачным, с нашей точки зрения, является использование в качестве ставки дисконти-

рования показателя средневзвешенной стоимости капитала (WACC%), если используется как собственное, так и заемное финансирование [6]. По нашему мнению, такая динамичность также является преимуществом метода. Однако, как справедливо отмечаю большинство исследователей, при применении данной модели в российских условиях неизбежно возникает множество проблем, особенно в части определения некоторых параметров модели [5].

В этой связи, мы рекомендуем использовать метод кумулятивного построения с некоторыми модификациями.

В литературе традиционно данная модель выглядит следующим образом:

$$R = R_{\text{riskfree}} + C_s + C_{fs} + C_d + C_{kd} + C_{pf} + C_{mq} + C_{or}. \quad (1)$$

Суть данной модели заключается в последовательном добавлении к безрисковой ставке различных видов премий, таких как премия за размер; премия за риск структуры капитала; премия за риск, возникающий из-за недостаточной товарной и территориальной диверсификации; диверсификации клиентской базы; премия за риск, связанный с недостаточной возможностью

прогнозирования прибыли; премия за качество управления и прочие риски. Основной недостаток данной модели – субъективное восприятие факторов [10].

Для устранения вышеуказанных недостатков метода мы разработали новую методику обоснования требуемой нормы доходности на капитал, основанную на принципе построения модели кумулятивной доходности и стратегическом анализе отрасли и внешней среды экономического субъекта: метод М. Портера, метод PEST (STEP)-анализа и др.

При построении ставки дисконтирования на основе метода рыночных сил каждому фактору, который добавляется к безрисковой ставке, сопоставим одну из пяти рыночных сил, отмеченных М. Портером [7].

Модель анализа стоимости капитала на основе метода «Пяти сил Портера» позволяет определить требуемую доходность на капитал исходя из рисков, создаваемых рыночной конъюнктурой. Однако на итоговую величину риска, который принимает на себя потенциальный инвестор и кредитор, влияют не только финансово-экономические, но и нефинансовые факторы: политические, социальные, технологические и др. В этой связи, мы предлагаем расчёт ставки дисконтирования на основе PEST-анализа.

На первом этапе необходимо провести качественный анализ рассматриваемой компании в разрезе политических, экономических, социальных, технологических факторов. Далее необходимо присвоить каждому фактору баллы: от 0 до 2 в процентном значении (значения процентов могут быть не только целыми числами, но и десятичными дробями), в зависимости от

степени выраженности каждого фактора.

Стоит понимать, что цели анализа стоимости компании, бизнес -модель оцениваемой компании и уровень ее диверсификации сильно различаются. Поэтому представленные выше факторы не являются исчерпывающими.

Выводы

Учитывая все вышеизложенное, стоит отметить, что сделки слияния и поглощения – сложное структурное явление, требующее комплексного анализа. На сегодняшний день в теории и практике инвестиционного анализа сделок М&А можно выделить ключевые проблемы существующих методических подходов: проблемы определения типа сделки как вектора выбора методики анализа, проблемы выбора и обоснования вида анализируемой стоимости, проблемы расчета ставки дисконтирования для непубличных компаний в условиях отсутствия сопоставимых публичных аналогов.

В данном исследовании были внесены предложения по решению данных проблем была разработана классификация сделок слияния и поглощения в зависимости от целей дальнейшего использования объекта сделки, было дано обоснование использованию равновесной стоимости при анализе сделок слияния и поглощения, а также была предложена новая модель построения ставки дисконтирования на основе методологии стратегического анализа. Предложенные меры в совокупности позволяют значительно усовершенствовать процесс оценки эффективности сделок слияния и поглощения в процессе структурирования сделки, а также дополняет научно-исследовательскую базу по данному вопросу.

Библиографический список

1. Брусов П. Н., Филатова Т. В. Финансовая математика: Учебное пособие. – М. : Инфра-М, 2014. – 304 с. – ISBN 978-5-406-02780-6.
2. Григорьева С. А., Троицкий П. В. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. – 2012. – 3 (23). – С. 31.43. – ISSN 2073-0438.
3. Григорьева Т. И. Финансовый анализ для менеджеров: оценка, прогноз : учебник для магистров. – М. : Юрайт, 2022. – 486 с. – ISBN 978-5-534-02323-7.
4. Грязнова А. Г., Федотова М. А., Эскиндаров М. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник. – М. : Интерлеклама, 2003. – 544 с. – ISBN 5-8137-0094-3.

5. Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы : учебник. – Люберцы : Юрайт, 2016. – 349 с. – ISBN 978-5-9916-2988-1.
6. Меньшиков Е. В. Способы Финансирования сделок слияний и поглощений: теоретические основы // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2021. – № 6–2. – С. 213–219. – ISSN 1818-4057.
7. Темукуева Ж. Х. Модифицированная модель кумулятивного построения на основе анализа пяти сил М. Портера // Аудит и финансовый анализ. – 2020. – № 2. – С. 96–98. – ISSN 2618-9828.
8. Темукуева Ж. Х. Преимущества и недостатки методов проведения анализа капитала предприятия // Academy. – 2016. – № 6. – С. 38–40. – ISSN 2542-0755.
9. Яруллина Г. Методы расчета ставки дисконтирования при оценке бизнеса / Оценка стоимости бизнеса и активов. – 2016. – URL: <http://vamocenka.ru/modeli-rascheta-stavki-diskontirovaniya-v-ocenke-biznesa/#\%D0%B4%D0%B2%D0%B0>.
10. Tirole J. The Theory of Corporate Finance. – Princeton University Press, 2010. – 656 p. – ISBN 978-0-691-12556-2.