

АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИЙ

Лектор унив., Наталья КОСТОВА

*Молдавская Экономическая Академия, бд. Бэнулеску Бодони 61,
Кишинев, Молдова, MD-2005, + 373 22 40-27-09, www.ase.md*

Abstract

Actuality of the paper. *The number of acquisition and merger transactions worldwide is growing. These transactions expand the potential of companies. Business managers are looking for internal and external investment opportunities. Internal investment refers to reorganizations and investments in the company itself; external investments are associated with the acquisition of new assets and projects. Companies need to consider another range of opportunities that involve interaction with other "market actors" and continuously look for such opportunities, comparing the potential of domestic growth and acquisitions and mergers. The consequences of globalization force companies to expand capital for more efficient use. But, despite the fact that mergers and acquisitions are attractive transactions, the issue of their efficiency is quite acute.*

The aim of the paper *is to evaluate the efficiency of merger and acquisition transactions of companies, to analyze the financial results of business acquisitions and the success of their integration, which are influenced by many factors. Some of the factors are attributed to the management of the takeover transaction when it is at the stage of completion or the beginning of the company's integration processes and refers to the entire structure of the undertaking that is conducting the transaction. The other part of the factors has a greater impact on the projects that will be implemented during takeover, taking into account the risks.*

Research methods: *analysis and synthesis, induction and deduction, intensive and observational method.*

Key words: *acquisitions and mergers, the efficiency of acquisitions and mergers, efficiency indicators*

JEL CLASSIFICATION: G1, G34

Анализ эффективности слияний и поглощений компаний становится все актуальней и непосредственно связана с процессами глобализации, которые на микроуровне проявляются в мощных интеграционных процессах. С целью выжить в условиях ужесточившейся конкуренции возникает необходимость объединения компаний. В результате данных объединений фирмы переходят в руки более рациональных руководителей, а сами сделки слияния и поглощения (M&A) повышают эффективность функционирования экономики в целом. Активизация M&A прослеживается в необходимости укрупнять капитал в целях более результативного его использования. Основным моментом является правильная оценка стоимости компаний для определения эффективности предстоящих или уже произошедших слияний и поглощений, поскольку неверная оценка неизбежно приводит к неудаче при осуществлении объединений предприятий. Вместе с тем правильная оценка дает неоспоримые конкурентные преимущества за счет объединения финансовых, научно-технических, трудовых и других ресурсов и получения на этой основе синергетического эффекта, "экономии на масштабе", доступа на новые рынки и т.п.

Несмотря на то, что слияния и поглощения являются распространенными сделками, проблема их эффективности стоит достаточно остро. Результаты консалтинговых компаний показывают, что 61% слияний не окупает вложенных в них средств (Mergers & Acquisitions Journal), а 57% объединившихся компаний отстает в своем развитии от других субъектов рынка (PriceWaterhouse). Однако, объемы сделок и их число в мире растут. Рекорд был зафиксирован в 1998 году и составил \$798 млрд долларов при 4000 сделок среди крупных и средних компаний (исследование KPMG). Мировой опыт показывает, что число сделок растет, но они часто не дают желаемого эффекта, не создают добавочную стоимость для собственников поглощающей фирмы, хотя требуют длительного и недешевого процесса юридических и финансовых переговоров. Возникает вопрос, почему огромная доля таких

альянсов заканчивается неудачей, а сделки слияния и поглощения остаются популярны? Факты показывают, что отсутствие гарантированной выгоды и низкая вероятность успеха не служат препятствием для сделок слияний и поглощений. Обычно отсутствие успехов относят к плохому финансовому и организационному планированию сделок (и, видимо, большая доля правды в этом есть). Но слияния и поглощения - это еще и один из инструментов конкурентной стратегии. Поэтому могут существовать мотивы сделок, не связанные с прямой выгодой. Гипотезы мотивации компаний в сделках слияний и поглощений, которые следуют непосредственно из анализа конкурентных стратегий следующие:

а) у компаний в некоторых ситуациях нет лучшей альтернативы, чем искать союзника или партнера. Если компания не имеет перспектив роста, не приносит акционерам достаточный доход на капитал, а только окупает текущую деятельность, то гарантированного роста курсовой стоимости акций или успеха объединения ожидать не следует. Но в случае отказа от подобной сделки компания может быть вытеснена с рынка.

б) мотивы сделок отличаются от получения прямой финансовой выгоды в виде роста текущей капитализации. Не все преимущества и итоги сделок могут быть оценены немедленно финансовым рынком, но способствуют росту фирмы в будущем.

Объединение компаний дает экономический и финансовый эффект. Как обеспечить чтобы он был положительным? Сделки слияний и поглощений преследуют цель получения «синергии» - дополнительного эффекта от объединения ресурсов компаний или операций нескольких компаний. Ожидаемый эффект, увеличение доходов и снижение затрат, обычно описывается по следующей схеме:

а) увеличение доходов, за счет улучшения каналов сбыта и специализации, получения стратегических преимуществ в конкурентной среде, усиления позиции на рынке;

б) снижение налогов, большее использование заемных средств и лучшее использование внутренних источников инвестиций;

с) снижение затрат за счет экономии масштабов, экономии на вертикальной интеграции, взаимодополняющих ресурсов;

д) снижение стоимости капитала, стоимости размещения ценных бумаг.

Существует достаточное количество подходов к оценке компаний. В мировой практике существуют два основных подхода к оценке эффективности М&А: качественный и количественный (таблица 1).

Таблица 1. Основные подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения (М&А) в мировой практике

Основные подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения	
Количественные методы	Качественные методы
Оценка динамики рыночных курсов акций	STEP-анализ
Доходный метод	Оценка долгосрочных деловых отношений
Бухгалтерский метод	SWOT-анализ
Рыночный метод	Анализ конкурентных преимуществ
Комбинированный метод	Метод, основанный на теории финансового менеджмента
Затратный метод	Матрица Мак Кинси
	Матрица БКГ

Источник: <https://research-journal.org/>

Российские экономисты выделяют три основных подхода - затратный, сравнительный и доходный подходы, которые отражены в таблице 2.

Таблица 2. Методы оценки компаний

Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
Метод чистых активов	Метод компаний-аналогов	Метод дисконтированных денежных потоков
Метод ликвидационной стоимости	Метод ретроспективных сделок	Метод капитализации доходов
-	Метод отраслевых коэффициентов	Метод капитализации дивидендов

Источник: <http://www.iep.ru/files/text/diplom/>

Следует заметить, что проведенный сравнительный анализ существующих подходов и методов оценки компаний позволил сделать вывод о том, что каждый оценочный метод находит своё применение при оценке компании в целях её реорганизации. В то же время наиболее универсальным методом оценки компании в целях приобретения, является классический метод дисконтирования денежных потоков.

На практике для увеличения эффекта синергии необходимо тщательно выбирать тип слияния, цель и стратегию. Нужен реалистичный подход к оценке компаний, умение предвидеть проблемы и результаты. Автоматически эффект синергии не появляется - надо тщательно искать и подбирать источники синергии, и планировать их. Но очень многие компании, планируя подобные сделки не осознают, что необходимо прилагать дополнительные усилия для того, чтобы достичь синергии, и не всегда отдают себе отчет в том, что синергию нужно уметь сохранить. Задача усложняется тем, что объединение компаний, кроме экономии и дополнительной прибыли, создает и дополнительные расходы, которые часто трудно прогнозировать. При подробном анализе или после окончания сделки может выясниться, что на каждый фактор повышающий прибыльность найдется, и не один, фактор, действующий в обратном направлении. В зарубежной литературе в качестве показателя эффективности слияний и поглощений часто рекомендуется использование коэффициента Тобина. Этот коэффициент дает общую оценку динамики рыночной стоимости компании. Использование коэффициента Тобина для непубличных компаний при отсутствии котировок их акций представляется практически невозможным. Прирост стоимости поглощающей компании (эффект поглощения) будет равен разности стоимости объединенной компании и цены, заплаченной за компанию-цель, если положение приобретающей компании не изменится при отказе от сделки. Но если компания-цель будет приобретена конкурентом (компанией «С»), то конкурентный статус компании «А» снизится. Вследствие этого снизится и ее стоимость. Поэтому предложено определять эффект поглощения путем вычитания из стоимости объединенной компании цены, уплаченной за поглощаемую компанию, и стоимости поглощающей компании «А», которую она будет иметь после приобретения компании-цели конкурентом.

Чистая стоимость поглощения (NAV) создается дополнительным денежным потоком ($\Delta CF_{c\>t}$), который инициируется синергетическим эффектом (СЭ):

$$\Delta CF_{c\>t} = CЭ_t - (P+E)_t \quad (1)$$

где P и E – премия, выплаченная собственникам компании-цели, и издержки организации объединения.

Положительная чистая стоимость поглощения в течение определенного (теоретически – бесконечного) периода времени достигается, если обеспечивается условие:

$$NAV = \sum_t \Delta CF_{c\>t} \times (1+r)^{-t} > 0 \quad (2)$$

Для публичной компании это условие выражается ростом курса акций вследствие роста прибыли на акцию и снижения уровня риска. Однако рост EPS может произойти даже при отсутствии чистой стоимости поглощения за счет обмена более дешевых акций поглощаемой компании на более дорогие акции приобретателя. Но этот рост не является отражением укрепления компании после поглощения, он может произойти и при ухудшении ее финансовых показателей. Поэтому эффективный рынок может отреагировать на слияние снижением *коэффициента привлекательности* (P/E). Таким образом, критерием результативности сделки слияния (поглощения) для поглощающей компании является рост стоимости бизнеса по сравнению с альтернативным использованием соответствующего капитала:

$$NAV = BPV_{AB} - BPV_A - P_B - E \quad (3)$$

где BPV_{AB} и BPV_A - стоимость бизнеса объединенной и поглощающей компаний, P_B - цена, уплаченная за компанию-цель,

E - затраты на интеграцию компаний.

Эффективность слияний и поглощений, рассматриваемых как инвестиционные проекты, предлагается определять как отношение:

$$\xi = NAV / [P_B + PV(E)] \quad (4)$$

где $PV(E)$ - капитализация издержек на интеграцию компаний.

Объединение компаний эффективно, если $\xi > WACC$ поглощающей компании. С учетом динамики стоимости объединенной и поглощающей компаний (3) принимает вид:

$$NAV(t) = BPV_{AB}(t) - BPV_A(t) - P_B - E(t) \quad (5)$$

Сложность оценки эффективности слияний и поглощений состоит в идентификации и прогнозировании факторов, определяющих динамику показателей в (5); управление эффективностью - в управлении этими факторами. Для формализации проблемы введем понятия идеального (индекс 0), расчетного (индекс 1) и фактического на момент t (индекс 2) значений стоимости компаний. Идеальное значение стоимости компании A в t -м году ($BPV_{A0}(t)$) определяется двумя условиями: соответствием *реально* сформировавшейся рыночной ситуации (реальному состоянию внешней среды) и *идеальной* (наилучшей в пределах имеющихся возможностей) реакции компании. $BPV_{A2}(t)$ - фактическое значение стоимости компании A в t -м году, соответствующее реально сформировавшейся рыночной ситуации и фактическому уровню управленческих решений менеджмента компании. Аналогичную интерпретацию имеют прочие элементы прироста стоимости бизнеса.

Разность $NAV_1 - NAV_2 = \Delta NAV_{1/2}$ - это ошибка в оценке эффективности, связанная с просчетами в оценке настоящей стоимости компаний и отклонениями прогнозных (расчетных) значений денежных потоков и рисков от фактических ($\Delta NAV_{1/2} < 0$). Разность $NAV_0 - NAV_2 = \Delta NAV_{0/2}$ - потери эффекта, вызванные несовершенством процесса управления интеграцией ($\Delta NAV_{0/2} > 0$).

$NAV_0 - NAV_1 = \Delta NAV_{0/1}$ - отклонения расчетного значения эффекта объединения от идеального в связи с ошибками в оценках денежных потоков и рисков, вызванных неопределенностью рыночной ситуации и качеством расчетов.

$$\Delta NAV_{0/1} = \Delta NAV_{1/2} + \Delta NAV_{0/2} \quad (6)$$

Идеальная оценка эффекта интеграции компаний при таком подходе будет равна:

$$NAV_0 = NAV_1 + \Delta NAV_{1/2} + \Delta NAV_{0/2} \quad (7)$$

Поскольку $\Delta NAV_{0/1} < 0$, постольку (7) можно рассматривать как переход от точечной оценки эффекта к оценке через доверительные интервалы. Проблема их определения заключается в разработке методического инструментария оценки отклонений. Его основой может быть метод WOFC, разработанный Стэнли Ф. Ридом. Метод WOFC предполагает экспертную оценку, *во-первых*, соответствия приобретаемой компании целям покупателя на основе значимости совокупности факторов, *во-вторых*, основных направлений работы по обеспечению эффективности сделки.

Анализ предложений отечественных и зарубежных ученых по методологии оценки эффективности бизнеса и практика корпораций позволили выявить возможность и целесообразность применения корпоративных систем стратегического управления для выработки критериев оценки государственных интересов в экономическом росте хозяйствующих субъектов посредством слияний и поглощений. Анализируя совокупность методологических подходов к оценке общественной эффективности (рейтинговые оценки, свертку совокупности финансово-экономических показателей, оценку вариантов по их приоритетности, оценку эффективности государственного управления, оценку общественной и бюджетной эффективности экономического роста как результата реализации инвестиционных проектов), можно сделать вывод об их непригодности для решения обозначенных выше целей оценки слияний и поглощений.

ВЫВОДЫ

На финансовые результаты поглощений предприятий и на успех проведения интеграции оказывают влияние множество факторов. Часть факторов относят к управлению сделкой по поглощению в момент, когда предприятие ещё только собирается совершить её и в начале процессов интеграции компании и относятся ко всей структуре предприятия осуществляющей сделку. Другая же часть факторов в большей степени оказывает влияние на те проекты, которые будут реализовываться в ходе поглощения предприятия.

Большую роль в том, насколько правильно и удачно будет проведена сделка по интеграции, играют две группы факторов: первая группа- это факторы, относящиеся к управлению сделкой по поглощению в момент, когда предприятие ещё только собирается совершить её и в начале процессов интеграции компании, и относятся ко всей структуре предприятия осуществляющей сделку; вторая же часть факторов в большей степени оказывает влияние на те проекты, которые будут реализовываться в ходе поглощения предприятия.

Таким образом, можно сделать вывод, что эффективность проведения слияния и поглощения зависит от множества гипотез, подходов и факторов, которые необходимо учитывать и контролировать в ходе интеграции. Работа по достижению тех экономических выгод, которые получит компания после слияния или поглощения отличается высокой напряженностью команды по интегрированию, и требует большой отдачи от руководителей и топ- менеджеров на всех этапах. Только в этом случае компания сможет эффективно провести слияние или поглощение, открыть новые перспективы для собственного развития, приобрести новые конкурентные преимущества, а также укрепить и усилить свои позиции на рынке.

ИСТОЧНИКИ

1. ПЕТРАКОВ Н.Я. Русская рулетка. М.: Экономика. 1998.
2. КОУПЛЕНД Т., КОЛЛИЕР Т., МУРРИН Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: “Олимп- Бизнес”, 1999.
3. РИДС.Ф., РИД А. Искусство слияний и поглощений. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
4. Классики теории государственного управления: американская школа / Под ред. Дж. Шафритца, А.Хайда. – М.: Изд-во МГУ, 2003.
5. ПРОНИН М.В., Терехин Д.В. Эффективность управления государственным имуществом региона. Тамб. гос. универ. им. Г.Р. Державина. 2003.
6. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. – М.: Экономика, 2000.
7. <https://research-journal.org/>
8. <http://www.iep.ru/files/text/diplom/>