

Государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
АЭРОКОСМИЧЕСКОГО ПРИБОРОСТРОЕНИЯ

Бабарин Михаил Сергеевич

**Управление инвестициями, направленными на
консолидацию активов компаний**

Диссертация

на соискание ученой степени кандидата экономических наук

По специальности 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(управление инновациями и инновационной деятельностью)

Научный руководитель:

Доктор экономических наук,
профессор

Сироткин В.Б.

Санкт-Петербург

2006 год

Содержание

Введение.....	3
Современные особенности инвестирования в консолидацию активов компаний	10
1.1. Анализ тенденций и особенностей инвестирования в консолидацию активов компаний.....	10
1.2. Классификация целей инвестирования в консолидацию активов компаний	22
1.3. Идентификация рисков инвестирования в консолидацию активов компаний.....	35
2. Совершенствование методов оценки инвестиций в консолидацию активов компаний.....	44
2.1. Формирование обобщающих и частных показателей эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний.....	44
2.2. Анализ подходов к оценке стоимости инвестирования в консолидацию активов компаний.....	51
2.3. Моделирование денежных потоков для оценки инвестиционной стоимости поглощаемых бизнес-структур.....	56
2.4. Преобразование баланса для оценки инвестиционной стоимости бизнес-структур.....	70
2.5. Расчет стоимости акционерного капитала при подготовке к инвестированию.....	75
2.5.1 Расчет стоимости акционерного капитала методом дисконтированного денежного потока.....	75
2.5.2. Расчет стоимости акционерного капитала сравнительным методом..	85

3.	Планирование инвестирования в консолидацию активов компаний.....	94
3.1.	Разработка структуры и содержания этапов подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний.....	94
3.2.	Подготовка финансирования инвестиций в консолидацию активов компаний.....	109
3.3.	Классификация основных факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации бизнес-структур.....	121
	Заключение.....	137
	Литература.....	145
	Приложение 1.....	149
	Приложение 2.....	150
	Приложение 3.....	151
	Приложение 4.....	152
	Приложение 5.....	153
	Приложение 6.....	154

Введение

Актуальность темы исследования. В рыночной экономике успешные организации осуществляют экономический рост через централизацию капиталов и консолидацию активов, поглощая и присоединяя другие бизнес-структуры. Инвестирование при такой реструктуризации и интеграции осуществляется в форме покупки активов или обмена акциями компаний.

Процесс инвестирования в консолидацию активов осуществляется в несколько стадий: подготовка к консолидации, реализация и интеграция

В стадии подготовки к поглощению компания-покупатель должна обосновать решения по инвестированию в поглощение компании-мишени и сформировать программу интеграции новых активов в бизнес покупателя.

Фактические результаты инвестирования существенных образом зависят от решений принимаемых в стадии подготовки к инвестированию в консолидацию активов. Инвестированию в консолидацию бизнес-структур сопутствуют риски, последствия которых могут снизить или даже уничтожить потенциальный эффект ожидаемый инвестором. Высокая вероятность изменения ожидаемых затрат и результатов консолидации требует ответственной подготовки к инвестированию.

Вместе с тем, в стране активизировались процессы консолидации активов и концентрации капиталов. Отечественный бизнес, начиная с 2000 года, демонстрирует активизацию процессов по инвестированию в консолидацию бизнес-структур. В России в 2005 году объем сделок по инвестированию в консолидацию активов компаний составил 9,8% ВВП страны [36]. Проведенный анализ показывает, что темпы роста рынка инвестирования в поглощение бизнес-структур в 4 раза превышает общемировые. Специалисты прогнозируют, что этот рост продолжится, учитывая, что показатель объема сделок к ВВП почти в 2 раза ниже среднемировых [36].

В существующей литературе широко используются подходы к инвестированию в консолидацию бизнес-структур, ориентированные на

стабильную экономическую и политическую среду развитых капиталистических государств. Специфика внешнего инвестирования для стран догоняющего развития мало разработана. В частности, при инвестировании в консолидацию отечественных бизнес-структур состав и характер рисков покупателя существенно отличается от рисков, присутствующих в устойчивых рыночных экономиках.

Широкое распространение внешнего инвестирования в процессе консолидации активов и концентрации капитала, значимость этапа подготовки к инвестированию для реализации ожидаемых результатов интеграции и недостаточная разработанность этапов подготовки к поглощениям определили актуальность, цели и задачи настоящей диссертации.

Цель исследования состоит в обосновании и разработке методов оценки и планирования инвестирования на этапах подготовки к консолидации активов.

Для реализации поставленной цели в диссертации решались следующие задачи:

- определение современных тенденций и особенностей инвестирования при консолидации активов компаний,
- формирование классификации целей инвестирования в консолидацию активов компаний,
- совершенствование методов оценки инвестиций при консолидации активов компаний,
- разработка методики подготовки к консолидации активов компаний,
- формирование методики по финансированию инвестиций при консолидации компаний,
- идентификация рисков и разработка классификации основных факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации активов компаний,

Объектом исследования выступает инвестиционная деятельность отечественные компаний, направленная на консолидацию активов.

Предметом исследования являются процессы подготовки компаний к инвестированию в поглощения бизнес-структур.

Теоретическую и методологическую основу диссертационного исследования составляет анализ отечественной и зарубежной литературы, посвященной инвестированию в поглощения бизнес-структур, методические и нормативные документы, материалы научно-практических конференций и семинаров по исследуемой проблеме.

Вопросы осуществления инвестиционной деятельности через процедуры поглощения бизнес-структур разрабатывались в трудах зарубежных финансистов: Б. Грэхем «Инвестиции» (1929), Дж. Викарс «The Art of Judgement» (1965), «Value System and Social Process» (1968), Э. Петтигрю и его работа «Corporate Strategy Change and Human Resource Management» (1990), К. Омае “The Mind of the Strategist” (1982).

Среди отечественных авторов мы можем выделить работы Н.Б. Рудыка «Конгломеративные слияния и поглощения» (2005), Ю. В. Игнатишина «Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы», (2005).

Анализ существующей литературы по проблемам инвестиций в поглощения свидетельствует о недостаточной проработанности вопросов подготовки к инвестированию в поглощения бизнес-структур.

Работа выполнена в соответствии с п. 4.15 «Развитие методологии анализа, методов оценки, моделирования и прогнозирования инвестиционной деятельности в экономических системах» паспорта специальности 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством (управление инновациями и инвестиционной деятельностью).

Концепция диссертационного исследования основывается на гипотезе, согласно которой содержание и качество этапов подготовки к инвестированию в поглощения определяют уровень соответствия ожидаемых

и фактических результатов, получаемых в стадии интеграции после объединения активов.

Методами исследования являются аналитический подход, системный анализ, методы представления и извлечения данных и статистические методы.

Научная новизна и практическая значимость результатов исследования заключается в:

- выявлении отечественных особенностей, определяющих состояние среды хозяйствования, которые существенным образом влияют на затраты и результаты инвестирования в консолидацию активов компаний;
- разработке классификации целей инвестирования в поглощения, предназначенной для отбора кандидатов на инвестирование, удовлетворяющих требованиям покупателя и идентификации и контроля степени соответствия ожидаемых и фактических результатов в стадии интеграции после объединения активов;
- совершенствовании методов оценки инвестиций в консолидацию активов, позволяющих прогнозировать стоимость компании-мишени и интегрированной компании в стадии подготовки к инвестированию;
- формировании методики подготовки к инвестированию, позволяющей планировать этапы и операции по консолидации активов и обосновывать их ресурсное обеспечение;
- формировании методики по финансовому обеспечению инвестирования в консолидацию, предназначенной для согласования действий участников сделки по консолидации;
- формировании классификации основных факторов инвестиционных рисков, способствующей прогнозированию параметров рисков и планированию способов предотвращения и снижения отрицательных последствий рисков.

Личный вклад автора в проведенное исследование состоит в следующем:

- установлены существенные особенности пространства хозяйственной деятельности, влияющие на процессы инвестирования при консолидации активов (преобладающая роль государства, как самого крупного собственника; противостояние политических, экономических и силовых групп в борьбе за собственность на федеральном и местном уровнях; отсутствие условий для эффективной политической и экономической конкуренции, распространение олигополий и монополий).
- разработана классификация целей инвестирования при консолидации активов, которая может быть полезной для: выявления и оценки составляющих выигрыша; формирования показателей стратегии компании-инвестора и новой интегрированной организации; отбора кандидатов на консолидацию, удовлетворяющих требованиям инвестора; контроля степени соответствия ожидаемых и фактически достигнутых целей в стадии интеграции после консолидации;
- сформированы обобщающие и частные показатели оценки инвестиций при консолидации активов. В качестве обобщающих показателей оценки целесообразности инвестирования в поглощения используются показатели стоимости (цены) компаний, а в качестве частных показателей доля рынка, себестоимость продукции, прибыль за год, оборачиваемость активов, рентабельность продаж и другие, отображающие значимые цели консолидации;
- усовершенствованы методы оценки инвестиций в консолидацию активов: метод дисконтированного денежного потока и сравнительный метод. Предложенные усовершенствования позволяют выделить в общем денежном потоке компании потоки денежных средства от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, согласовать оценки стоимости инвестиций, используемые на этапе подготовки к консолидации с моделью

управления денежными потоками в фазе интеграции компании после консолидации;

- разработана методика подготовки к инвестированию, которая позволяет: синхронизировать и координировать деятельности участников процессов инвестирования при консолидации активов компаний; подготовить программу интеграции активов компаний и обосновать ресурсное обеспечение инвестирования в консолидацию активов;

- разработана методика финансового обеспечения инвестирования при консолидации активов, которая позволит разрабатывать планы финансовой деятельности компании-инвестора и объединенной бизнес-структуры;

- классифицированы основные факторы рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации организаций, позволяющие прогнозировать интенсивность и продолжительность рисков инвестирования; формировать и планировать средства и способы противостояния рискам инвестирования при консолидации активов компаний.

В качестве результатов исследования на защиту выносятся следующие основные положения:

- классификация целей и мотивов инвестирования в консолидацию активов компаний,
- методы оценки инвестиций в консолидацию активов компаний,
- методика подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний,
- методика финансового обеспечения инвестиций в консолидацию активов компаний,
- классификация основных факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации активов.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка используемой литературы и приложений.

Во **введении** обоснованы актуальность темы, сформулированы цели и задачи диссертационного исследования, объект и предмет исследования,

научная новизна, практическая значимость и главные положения, вносимые на защиту.

В первой главе **«Современные особенности инвестирования в консолидацию активов компаний»** на основе анализа определены основные тенденции инвестирования в консолидацию активов и концентрации капиталов, разработана классификация целей консолидации активов компаний и активов, идентифицированы основные риски, сопутствующие инвестированию в консолидацию активов.

Во второй главе **«Совершенствование методов оценки инвестиций в консолидацию активов компаний»** предложены обобщающие и частные показатели оценки инвестиций в консолидацию активов, сформулированы подходы к оценке стоимости инвестирования и разработаны модели денежных потоков для оценок инвестиционной и рыночной стоимости активов. Усовершенствованы методы дисконтированного денежного потока и метод рыночных мультипликаторов для оценки инвестиций в консолидацию активов компаний.

В третьей главе **«Планирование инвестирования в консолидацию активов компаний»** разработаны структура и содержание этапов подготовки к инвестированию в консолидацию активов, сформированы элементы и операции финансового обеспечения инвестирования, предложена классификация основных факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации активов компаний.

В **заклучении** сформулированы основные выводы и рекомендации автора, полученные в результате диссертационного исследования.

1. Современные особенности инвестирования в консолидацию активов компаний

1.1. Анализ тенденций и особенностей инвестирования в консолидацию активов компаний

Инвестирование в консолидацию активов компаний представляет непрерывный процесс реструктуризации отраслей национального хозяйства. Процессы консолидации активизируются, когда для противостояния конкурентам требуется интегрировать активы компаний. Инвестирование в поглощения действующих бизнес-структур открывает компаниям новые горизонты роста, как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе.

Мировой рынок инвестиций в консолидацию активов компаний побил рекорд шестилетней давности, когда из-за пузыря в технологическом секторе сделки совершались по сумасшедшим ценам. В этом году компании объявили о сделках более чем на 3,1 трлн. долл. [40]. По данным Bloomberg, объем объявленных в январе — ноябре 2006 г. сделок по консолидации активов компаний достиг рекордных 3,1 трлн. долл. против \$2,95 за весь 2005 год. Так фонд прямых инвестиций Blackstone Group поставил рекорд на мировом рынке недвижимости, договорившись о покупке за \$20 млрд Equity Office Properties Trust, крупнейшего в США владельца офисных зданий. В металлургическом секторе сразу две сделки. Объединение американских Freeport-McMoRan Copper & Gold и Phelps Dodge (сумма сделки — \$25,9 млрд) приведет к появлению крупнейшей в мире публичной компании, специализирующейся на добыче меди [40].

Наибольшая активность инвестиционных потоков в поглощения наблюдалась в Азиатско-Тихоокеанском регионе. В 2006 году по сравнению с 2005 годом объем завершенных сделок вырос на 39%, а их количество увеличилось на 34%. Среди стран Западной Европы было заключено 3897 сделок на общую сумму 298 млрд. долл. В настоящее время объем сделок по инвестированию в поглощения активов компаний в секторе финансовых

услуг составляет 580 млрд. долл. по сравнению с 168 млрд. долл. в 2005 году [36].

Как показывают исследования, доля суммарной стоимости инвестиций в поглощения бизнес-структур в мировом ВВП составляла 0,8% в 1980 году, а в 2005 году она уже составила 17% и тенденция к росту сохраняется [42].

Анализ литературных и статистических источников, позволил нам выделить следующие основные мировые тенденции и причины в сфере поглощения бизнеса:

- растущая концентрация мирового капитала,
- усиление глобальной конкуренции,
- увеличивающаяся эффективность коммуникаций в сфере бизнеса,
- снижение национальных барьеров между странами,
- распределение международных рисков между бизнес-структурами,
- расширяющаяся рыночная монополизация бизнес-структур;
- усиливающаяся активность институциональных инвесторов.

Российские компании активно участвуют в мировом буме инвестиций в консолидацию бизнес-структур. По предварительным оценкам агентства Mergers.ru, за девять месяцев 2006 г. состоялась 1021 сделка на общую сумму \$39,6 млрд. По оценкам экспертов к концу года объем сделок достигнет \$50-52 млрд, т. е. к концу года доля России на мировом рынке слияний и поглощений будет колебаться в диапазоне от 1,27% до 1,67% [40].

В 2005 году объем сделок по инвестированию в поглощение отечественных бизнес-структур составил 9,8% ВВП. По данным [58], в 2006 году доля сделок по поглощению в ВВП России достигла уровня 10,2%.

Одновременно с этим происходит феноменальный рост прямых иностранных инвестиций, большая часть которых также реализуется через процедуры консолидации активов компаний. В 2005 году объем иностранных инвестиций в отечественные компании составил 11,8 млрд. долларов, а в первом полугодии 2006 года - 18,5 млрд. долларов [40]. Также, российским

компаниям удалось привлечь 2,4 млрд. долларов портфельных инвестиций (на 20 % больше, чем в 2005 году).

Постепенно инициатива на рынке инвестиций в консолидацию активов компаний переходит к инвесторам среднего эшелона, которые не опасаются рисков утраты собственности из-за причисления к группе олигархов[37].

По итогам 2005 года отмечено 25 сделок по покупке иностранными инвесторами российских активов. Общая суммарная стоимость этих сделок равна 4860 млн. долл.

В табл. 1 представлены 17 крупнейших сделок по инвестированию в поглощения российских бизнес-структур за 2005 год [52].

Таблица 1

Крупнейшие сделки на российском рынке инвестирования в поглощения компаний за 2005 год

Покупатель	Объект	Сумма сделки, млн. долларов США	Вид сделки
Газпром	Сибнефть	13659	поглощение
Уральская сталь	Михайловский ГОК	1650	Поглощение
Альфа-групп	Turkcell Iletisim	1593	Участие
Газпром	Севморнефтегаз	1337	Консолидация
Нафта-Москва	Полиметалл	930	Полное приобретение
Менеджмент	ММК	790	Консолидация
Лукойл	Nelson Resources	670	Консолидация
Северсталь	Lucchini	568	Покупка
СопосоPhillips	Нарьянмарнефтегаз	512	Влияние

Coca-Cola	Мултон	468	Полное приобретение
Русснефть	Саратовнефтегаз	432	Поглощение
Deutsche Bank	Объединенная финансовая группа	420	Консолидация
Мечел	Якутуголь	411	Влияние
Русский алюминий	Queensland Alumina	401	Участие
Менеджмент	Фосагро	400	Консолидация
ТАИФ	Нижнекамский НПЗ	315	Консолидация
Рособоронэкспорт	Автоваз	400	Покупка

Как следует из табл.1, инвестиционные процессы в сфере консолидации активов компаний происходят во всех отраслях российской экономики. При этом, основной объем сделок по инвестированию в консолидацию бизнес-структур приходится на компании нефтегазовой и металлургической отраслей промышленности, что обусловлено сырьевой ориентацией в экономике России.

Обобщённые данные российского рынка инвестиций в консолидацию бизнес-структур за 2005 год представлены в табл. 2 [36]

Таблица 2

Обобщенные данные российского рынка поглощений в 2005 году

Наименование показателя	Оценка, млн. долларов
Стоимостная оценка рынка поглощений в России	5890
Сумма сделок в рамках аукционов Российского фонда федерального имущества	247,4

Средняя цена сделки по инвестированию в поглощения в России	52,7
---	------

Анализ показал, что 2005 год на рынке инвестиций в консолидацию активов компаний характеризовался следующими показателями:

- 3,3% стоимостного и 2,4% количественного объёма рынка приходится на приобретение акций менеджментом;
- 55% стоимостного и 7% количественного объёма рынка занимают сделки в топливной промышленности;
- 10% стоимостного и 16% количественного объёма рынка занимают сделки в форме приобретения контрольного пакета
- 8% сделок занимают 81% стоимостного объёма рынка
- 11% от количественного и 14% от стоимостного объёма рынка составляют приобретения иностранными компаниями российских.
- 18% стоимостного и 17% количественного объёма рынка занимают сделки в сфере услуг и торговли;
- 28% стоимостного и 25% количественного объёма рынка занимают сделки в форме полного приобретения;

Стоит отметить, что основной вклад в стоимостную оценку и среднюю цену сделки на рынке инвестиций в поглощение бизнес-структур внесла сделка по приобретению ОАО «Юганскнефтегаз» компанией с контрольным государственным участием ОАО «Роснефть» за 9,35 млрд. долларов США.

Анализ данных инвестиционных аналитиков [50,56,55] свидетельствует о том, что темпы роста инвестиций в поглощения бизнес-структур в России будут оставаться высокими. Нами выделены следующие основные причины активизации инвестиций в консолидацию активов:

- рост российской экономики в течение последних лет (благодаря росту цен на нефть), обеспечивает высокую денежную ликвидность, которая ищет объекты для инвестирования;
- наличие большого количества «непеределенных» и «недооцененных» бизнес-структур, не входящих в авторитетные финансово-промышленные группы и не имеющих защиты;
- несовершенное законодательство, позволяющее осуществлять недружественные поглощения бизнес-структур без существенных затрат;
- агрессивность крупного бизнеса, неограниченного антимонопольным законодательством;
- увеличение количества успешных бизнес-структур в других сферах экономики, кроме добывающих компаний, имеющих опыт инвестирования в поглощения бизнес-структур и накопивших большие объемы свободных денежных средств;
- интенсивная интеграция отечественных бизнес-структур в глобальное экономическое пространство. Вступление России в ВТО, требует консолидации активов для повышения конкурентоспособности с транснациональными корпорациями;

Особенности инвестирования в консолидацию бизнес-структур в России определяются спецификой формирования пространства хозяйственной деятельности для компаний и заключается в:

- преобладающей роли государства, как самого крупного инвестора и игрока на рынке поглощений;
- противостоянии политических, экономических и силовых групп в борьбе за собственность на федеральном и местном уровнях;
- отсутствии условий для эффективной политической и экономической конкуренции, распространение олигополий и монополий;
- высоким уровнем незаконных враждебных поглощений;

- высоком уровне инфляции, существенно ухудшающем инвестиционный климат в стране.

Перечисленные особенности позволяют отнести инвестирование в консолидацию отечественных бизнес-структур к высокорискованному виду инвестирования. Высокий уровень рисков определяет актуальность вопросов предварительной подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний.

Ниже будут раскрыты выделенные особенности пространства хозяйственной деятельности и их влияние на результаты инвестирования в поглощение активов компаний.

Определяющей особенностью ведения хозяйственной деятельности в России является усиливающийся контроль государственной власти за хозяйственной и финансовой деятельностью стратегических и привлекательных бизнес-структур, а также возможная их национализация. В качестве предпосылок для национализации некоторых ведущих российских компаний, особенно крупных игроков сырьевых рынков, можно назвать готовность администрации Президента завершить кадровые перестановки и сформировать новую управленческую команду, представляющую интересы государства в крупных российских корпорациях. Атака на «Юкос» со стороны государства продемонстрировала значимость данного фактора для инвестиционного сообщества. Так, в декабре 2005 года под контроль государства перешел крупнейший производителей автомобилей в России – ОАО «Автоваз». В 2005 году государство довело долю в ОАО «Газпром» до блокирующего пакета; приобрело ОАО «Сибнефть»; государственная структура «Рособоронэкспорт» планирует приобрести контрольный пакет крупнейшего производителя титана в мире ОАО «ВСМПО-Ависма» и т.д.

Решающая роль государства как самого крупного собственника и игрока на рынках проявляется в необходимости одобрения представителем государства крупных сделок в стратегических отраслях экономики. Так, в 2004 году представитель компании ConocoPhillips встречался с В.В. Путиным

для согласования сделки по покупке 25% уставного капитала ОАО «Лукойл». В настоящее время ведутся переговоры между ОАО «Автоваз» и французским автопроизводителем «Рено» на предмет сборки на конвейере «Автоваза» французских автомобилей. При этом «Рено» готово приобрести крупный пакет акций ОАО «Автоваз», но только после того как сделка будет одобрена администрацией Президента.

Все крупные инвестиции в стране сопровождаются политическими договоренностями, как и в 20-х годах 20 века в Советской России. Власть устанавливает такую модель экономики, которую лучше знает и может контролировать. Объем государственных расходов в ВВП России составляет 36%. Госсектор – это 40% активов по их стоимости и примерно столько же по масштабам занятости. Если приплюсовать сюда крупный сектор естественных монополий, где государство регулирует цены, можно сделать вывод о существовании смешанной экономики с существенной долей государственной собственности.

Современная власть считает, что люди, получившие крупную собственность в период приватизации не должны забывать, что они, по сути, не владельцы, а наемные работники. Самая крупная собственность должна обслуживать государственные интересы – безопасность, социальную политику и другие. И общественное мнение и сами собственники должны быть готовы к тому, что крупная собственность из их управления будет изъята. Когда назначенцы, которых раньше называли олигархами, инвестируют в смежные отрасли, они тем самым сокращают число «настоящей» частной собственности в стране [47]. Поэтому кроме тринадцати объектов залоговых аукционов 1995 года и другие присоединенные ими бизнес-структуры для власти выступают как нелегитимная частная собственность.

Рассмотренная особенность инвестирования в консолидацию бизнес-структур в России генерирует для инвестора риск утраты контроля над собственностью.

Претензии к залоговым аукционам 1995 года сводятся к признанию сделок мнимыми из-за закрытости по составу учредителей торгов, назначении низкой стартовой цены и кредитования этих сделок из средств государственного бюджета. Возможный исход таких сделок для номинальных владельцев крупной собственности продемонстрировало «дело Юкоса».

Диктат государства, как правило, ориентирован на интересы властей в краткосрочной перспективе и игнорирует долгосрочные интересы бизнеса. Последствием этой особенности современного бизнес-пространства выступает высокая неопределенность будущего состояния бизнес-структур и тех проблем, с которыми он столкнется. Например, отвлечение средств под давлением государства в социальные проекты, подрывает потенциал и конкурентоспособность отечественных компаний. Один из первых российских бизнесменов А. Тарасов считает, что государство будет увеличивать свое присутствие в крупных и средних компаниях, вводить в состав советов директоров своих представителей.

Государственные компании выдавливают с рынков независимых частных предпринимателей. Например, по данным [50], ОАО «Газпром» по объемам добычи газа неспособен одновременно наращивать экспорт и газифицировать регионы страны. Однако он не желает отдать часть внутреннего рынка независимым производителям газа.

Сложившиеся взаимоотношения и взаимосвязи между крупными собственниками и государственными чиновниками сегодня невозможно формализовать в законодательных актах. Периодические встречи президента страны с бизнес-элитой корректируют «правила игры» для крупных собственников. Например, денег на восстановление Константиновского дворца собственники собрали в два раза больше, чем П.П. Бородин потратил на реконструкцию московского Кремля [41]. Такая особенность управления собственниками генерирует неопределенность размеров отчислений бизнеса в пользу государства. Поглощение бизнес-структуры, находящейся в сфере

интересов чиновников, может обернуться для инвестора не доходами, а расходами.

Уровень инфляции выше 5 % в год существенно ухудшает инвестиционный климат любой страны. Большинство источников утверждает, что инфляция в 2005 году составила, 10,5-12 %, против плановых 8,5 %.

Инфляцией называют повышение общего (среднего) уровня цен в экономике [43]. Инфляцию условно разделяют на инфляцию спроса и инфляцию предложения. Рост цен, вызванный расширением платежеспособности спроса называют инфляцией спроса. Повышение цен из-за сокращения предложения товаров, называют инфляцией издержек. Разделяют монетарную и немонетарную составляющие инфляции. Также различают фискальный и кредитный элементы монетарной составляющей инфляции. Фискальная инфляция вызвана расширением денежной массы в обращении из-за действий Правительства. Кредитная (банковская) инфляция зависит от изменений денежной массы в обращении, находящейся под контролем Центрального Банка. Когда денежная масса в обращении растет цены идут вверх.

Немонетарная составляющая инфляции определяется действиями естественных и локальных монополий, увеличивающих цены на продукцию и услуги. Эта составляющая инфляции определяется несовершенной конкуренцией в экономике страны.

На рис. 1 по данным [43] представлен вклад отдельных факторов в инфляцию. Как видно из рис.1 в 2005 году наибольший вклад в разгон инфляции в России внесли рост тарифов ЖКХ и потребительский бум.

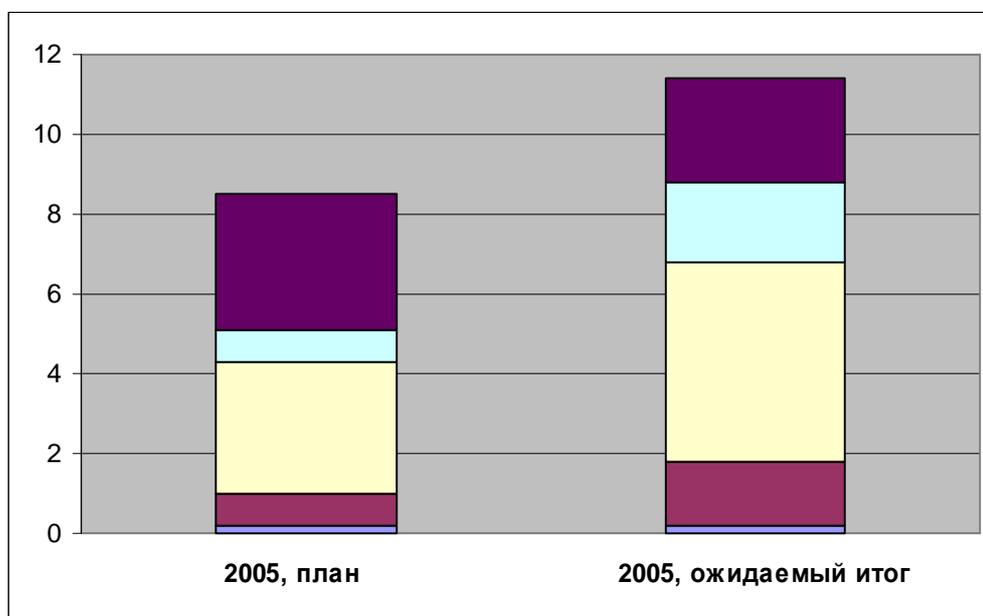


Рис.1 Вклад отдельных факторов в инфляцию

Где 1- Рост номинальных доходов населения, 2- рост денежной массы, 3 – укрепление рубля, 4 – Тарифы ЖКХ и локальных монополий, 5 – Федеральные тарифы естественных монополий.

Правительство разрабатывает программу обуздания инфляции, предусматривающую: налоговые изменения для сдерживания цен на ГСМ; административные - нормирование и мониторинг потребления коммунальных услуг; монетарные - ограничивающие рост наличных денег в обращении.

Ограниченное число крупных собственников с молчаливого согласия чиновников монополизировало большинство отраслей хозяйства. Конкуренция между отраслевыми кланами собственников за доходы ведет не к снижению, а увеличению цен в стране. За 2005 год цены на коммунальные услуги увеличились на 37%, на бензин на 46%, на электроэнергию на 46%, а на жилье в Москве на 80%.

Нам представляется, что для того, чтобы добиться умеренной инфляции в (2-4%) в год следует немедленно переходить к конкурентным отношениям в экономике. В процессе подготовки к инвестированию при прогнозировании ожидаемых денежных потоков следует обязательно делать поправку на инфляцию.

Власть в России декларирует борьбу с инфляцией, одновременно расширяет государственные расходы, которые стимулируют рост цен. Расширение государственного присутствия в экономике будет увеличивать долю государственных расходов в ВВП и стимулировать рост цен. Действенно ограничивать рост цен способна эффективная конкуренция производителей, которой в стране не существует. Ускоренное построение рыночной экономики государственными чиновниками не предусматривает установления прозрачных «правил игры» для бизнеса, при наличии которых бюрократы в роли арбитров будут не нужны.

Нежелание власти формализовать правила для осуществления деятельности бизнес-структур. Приводит к тому, что многие владельцы крупной собственности в России переходят к полной распродаже своих активов, получая деньги и переводя их за границу. Примером этого может служить Роман Абрамович, который продал «Сибнефть», доли в «Аэрофлоте» и «ГАЗ»;

Несмотря на опережающие темпы роста российского финансового рынка (фондовый, кредитно-денежный), его доля в мировой капитализации по-прежнему не превышает 1,5 %. [40]. Концентрация финансовых ресурсов в развитых странах и небольшие размеры российского финансового рынка являются дополнительным фактором риска. Небольшие, по критериям развитого рынка, оттоки капитала на формирующиеся рынки могут вывести отечественный финансовый рынок из равновесия с отрицательными последствиями для национальной экономики.

Можно привести и другие особенности инвестирования в поглощение российских компаний: в экономически развитых странах Запада 30-40% прибыли идет на выплату дивидендов, а компании в России выплачивают едва ли 5-10% [55]. Миноритарные акционеры практически не могут влиять на деятельность менеджмента компании.

Наличие перечисленных особенностей приводит к тому, что ожидаемые и фактические результаты инвестирования в консолидацию активов могут

существенно различаться, а использование существующих западных методик по оценке перспективности инвестиций в бизнес-структуры и оценке самих бизнес-структур ограничены, поскольку около 83% российских компаний не предоставляют бухгалтерскую отчетность по международным стандартам и не раскрывают информацию для акционеров и потенциальных инвесторов.

В прединвестиционной стадии при подготовке к инвестированию в поглощение активов компаний следует получить гарантии заинтересованных лиц и чиновников, определить их участие в процессах.

Выявленные тенденции позволяют считать, что рынок инвестиций в сфере консолидации бизнес-структур в России будет продолжать оставаться активным и исследования вопросов инвестирования в поглощения будут актуальными. Вместе с тем при подготовке к инвестированию в консолидацию активов компаний следует учитывать особенности отечественного пространства хозяйственной деятельности. Пренебрежение и недооценка особенностями бизнес-среды может вызвать существенные расхождения между ожидаемыми и фактическими результатами инвестирования в консолидацию бизнес-структур.

1.2. Классификация целей инвестирования в консолидацию активов компаний

В отраслях рыночного хозяйства происходят процессы реструктуризации и модернизации. Большинство компаний стремятся укрепиться на рынке и расширить сферы своего влияния. Успешные компании поглощают активы менее удачливых субъектов рынка. В каждом конкретном случае цели инвестирования в поглощение бизнес-структур могут различаться.

Анализ литературы, посвященной инвестированию в консолидацию бизнес-структур [12, 15,20,21,27] позволил нам выделить следующую основную экономическую цель инвестирования в поглощения компаний и/или активов – это рост акционерной стоимости компании или рост

стоимости активов. В мировой практике первостепенной задачей менеджмента компании является рост ее акционерной стоимости. Рост стоимости компании в значительной степени предполагает наличие менеджмента, ориентированного на прирост стоимости активов. Начиная с 2000 года менеджмент большинства российских компаний, акции которых обращаются на фондовых биржах, сосредотачивается на увеличении стоимости акций компании. Как показывает практика для решения этой задачи, топ-менеджмент компании чаще прибегает к консолидации, поскольку это позволяет значительно быстрее достигнуть увеличения стоимости компании и/или актива, чем использование других приемов наращивания стоимости бизнеса.

Стоит отметить, что для отечественных бизнес-структур, инвестирующих в поглощения, не только рост акционерной стоимости ставится во главу угла. Во многих случаях через консолидацию достигаются цели получения максимального контроля над рынками сырья и сбыта, выдавливания с рынка конкурентов по политическим и другим целям, амбиции «олигархических» собственников поглощаемых бизнес-структур. Так, инвестиционная программа ОАО «Газпром» предусматривает поглощение большинства частных компаний нефтегазовой отрасли, что позволит ей к 2010 году стать крупнейшей нефтяной компанией России. В 2005 году «Газпром» за 13,7 млрд. долларов приобрел ОАО НК «Сибнефть», в 2006 году была куплена 50% доля у независимой газовой компании «НОВАТЭК», в настоящее время ведутся переговоры о покупке блокирующего пакета у нефтяной компании «ТНК-БП».

В табл. 3 нами представлены крупнейшие сделки по инвестированию в поглощение компаний на рынке программного обеспечения [52].

Таблица 3

Крупнейшие сделки по инвестированию в поглощения компаний на рынке программного обеспечения

Компания	Год	Объект поглощения	Сумма сделки (млрд. долл.)	Цель сделки
Microsoft	2002	Navisin Software	1,45	Выход на рынок ERP-систем для малых и средних компаний
IBM	2003	Rational SW Corp.	2,1	Укрепление позиций в области специального ПО для проектирования, разработки и поддержания жизненного цикла прикладных программ
IBM	2003-2005	Gluecode, Ascential, Meiosys и т.д., всего около 30 компаний	Более 4	Развитие Linux-платформы и увеличение портфеля приложений
Symantec Corp.	2004	Veritas Software	13,5 (обмен акциями)	Укрепление позиций в области безопасного хранения данных
Adobe	2005	Macromedia	3,4	Разработка технологий для создания интернет-сайтов
Sun Microsystems	2005	StorageTek	4,1	Приобретение решений для хранения и обработки данных

Oracle	2005	PeopleSoft	10,6	Уничтожение конкурента, приобретение клиентской базы
Oracle	2005	Siebel	5,8	Приобретение лучшего CRM-решения

У каждой компании была своя стратегия приобретений, но в целом они стремились расширить пакет продуктов и решений, выйти на новые рынки, а на уже имеющихся увеличить свою рыночную долю, приобрести клиентскую базу. Еще одна из причин консолидации, характерна не только для сферы ПО – это мощное производство и отлично налаженный сбыт продукции, что способствует большей финансовой эффективности компаний и возможности привлечения выгодных кредитов. Одна из основных причин поглощений более сильными компаниями – это потребность в инновациях. Крупные бизнес-структуры скупают интересные решения новых компаний.

При инвестировании в поглощения активов компаний могут быть одновременно реализованы несколько стратегических целей, например, по данным [54] торговая сеть «Пятерочка» (347 магазинов, выручка за 2005 год – 1,36 млрд. долл.) поглощает компанию «Перекресток» за 1,365 млрд. долл.. Оплата будет произведена дополнительно по выпущенным акциям «Пятерочки» по фиксированной цене 67,3 долл. (15,8 млн. акций на сумму 1,065 млрд. долл.) и деньгами (300 млн. долл.). для финансирования сделки «Пятерочка» привлекает синдицированный кредит на 800 млн. долл. Одновременно основной акционер «Перекрестка» - «Альфа-групп» приобретает акции «Пятерочки» за 1,178 млрд. долл. «Альфа-групп» покупает контроль в объединенной компании (54 % акций), а у основателей петербургской торговой сети остается меньше блокирующего пакет акций (21,2%). Оставшиеся 24,8 % акций будут находиться в свободном обращении. Объединенную сеть оценивают в 4,53 млрд. долл., что сопоставимо с капитализацией таких компаний как «Мосэнерго»,

«Пурнефтегаз», «Балтика». «Пятерочка» после поглощения «Перекрестка» станет крупнейшей продуктовой сетью России, опережая по годовой выручке от продаж ближайшего конкурента - торговую сеть «Магнит» на 67 %. Главный инвестор сделки «Альфа-групп» в результате такого поглощения реализует несколько целей:

- Приобретает клиентскую базу и активы в С.-Петербурге и расширяет торговый бизнес;
- Устанавливает единоличный контроль над новой бизнес-структурой.

Рост бизнеса, являющийся одной из главных целей акционеров и менеджмента большинства компаний, может быть достигнут двумя путями:

- 1) за счет «внутренних» инвестиций, когда компания инвестирует в мощности по производству либо нового продукта (услуги), либо для увеличения выпуска своих уже продающихся товаров или оказываемых услуг;
- 2) за счет «внешних» инвестиций, основными формами которых являются инвестиции компанией собственных средств для осуществления процедуры консолидации активов конкурентов.

К числу основных факторов, обуславливающих стремление компаний к выбору второго пути развития, можно отнести следующие:

- приобретение уже действующей фирмы может ускорить достижение целей, поставленных руководством предприятия в рамках долгосрочного стратегического планирования (например, выход на новые рынки может быть существенно облегчен приобретением уже действующего на этом рынке предприятия);
- затраты, связанные с расширением организации за счет внутреннего роста, т.е. наращивания собственных мощностей, могут существенно превышать затраты на приобретение уже действующей фирмы;
- компания может использовать ценные бумаги для приобретения других фирм, тогда как финансирование ценными бумагами покупки необходимых для расширения активов может быть затруднено;

- приобретаемые фирмы могут быть не в состоянии так же эффективно использовать свои активы, как приобретающая компания;
- зачастую при поглощении компаний для поглощающей фирмы могут возникать существенные налоговые преимущества (например, если у приобретаемой организации имеются значительные непокрытые убытки, поглощение позволит приобретающей фирме снизить налогооблагаемую базу);
- путем консолидации можно эффективно дополнять возможности обеих компаний (например, одна фирма может иметь эффективную маркетинговую службу, но слабый производственный отдел, в то время как у другой может быть отлично налажен производственный процесс, но есть трудности с продвижением производимой продукции на рынке).

Учитывая вышеперечисленные факторы, влияющие на принятие решений о выборе пути развития фирмы, а, также принимая во внимание, что это далеко не полный их перечень, логично предположить, что в рамках разработки долгосрочной инвестиционной стратегии руководство компании должно учитывать возможность приобретения действующих фирм, как альтернативы расширения собственных мощностей.

В реальности, в сегодняшнем деловом мире, практически все крупные корпорации уделяют немало внимания разработке плана расширения бизнеса за счет поглощений, как части общего долгосрочного плана развития. Более того, в настоящий момент, во всей мировой экономике основной тенденцией стало развитие бизнеса именно путем концентрации капитала.

Инвестирование в консолидацию бизнес-структур разделяется на [5]:

- финансовое (конгломеративное) - инвестирование в консолидацию активов компаний абсолютно не связанных между собой ни рынками производимой продукции, ни производственными связями;
- стратегическое (вертикальное и горизонтальное) – инвестирование осуществляется в консолидацию бизнес-активов, принадлежащих к одной и той же отрасли и производящих сходную продукцию

(горизонтальное); вертикальная консолидация проводится между корпорациями, находящимися в отраслях, тесно связанных по снабженческо-сбытовому признаку.

Перечисленные типы инвестиций в консолидацию активов компаний можно отнести к долгосрочным видам инвестирования.

Для условий инвестиционной деятельности в поглощение бизнес-структур России, мы предлагаем выделить третий тип консолидации - спекулятивный.

Спекулятивные поглощения бизнес-структур – это по западным стандартам краткосрочные (от 1-5 лет) приобретения бизнес-структур в различных отраслях народного хозяйства с целью их дальнейшей перепродажи по более высокой цене, либо в составе холдинга, либо по отдельным активам. Существование данного типа поглощений обуславливается большим количеством недооцененных привлекательных активов во многих отраслях промышленности, недвижимости, финансово-банковской сфере и других сферах экономики. В тоже время, в связи с неразвитостью корпоративного и федерального законодательства, коррупции в органах федеральной и региональной власти, в судебной и правоохранительной системах, существует значительное количество рейдерских компаний, принадлежащих финансово-промышленным и олигархическим структурам. Такие корпоративные рейдеры занимаются недружественными спекулятивными поглощениями компаний и активов с целью их дальнейшей перепродажи стратегическому инвестору.

В табл. 4 нами представлена классификация основных целей финансового, стратегического и спекулятивного инвестирования в консолидацию активов компаний.

Классификация основных целей консолидации для финансовых, стратегических и спекулятивных поглощений

Цели		
Финансовые инвестиции	Стратегические инвестиции	Спекулятивные инвестиции
<p>Устранение неэффективного менеджмента;</p> <p>Снижение нестабильности денежных потоков;</p> <p>Увеличение объемов финансирования для реализации других инвестиционных стратегий</p>	<p>Расширение операционно-производственной деятельности;</p> <p>Увеличение рыночной доли;</p> <p>Приобретение клиентской базы, в том числе и на сервисное обслуживание своих товаров;</p> <p>Сокращение затрат НИОКР;</p> <p>Масштаб производства;</p> <p>Комбинирование взаимодополняющих ресурсов;</p> <p>Скупки инновационных решений молодых и венчурных бизнес-структур</p>	<p>Приобретение активов с большим дисконтом к среднерыночной цене;</p> <p>Диверсификация бизнеса;</p> <p>Приобретение бизнес-структур для вывода и продажи доходных активов;</p> <p>Избыток свободной наличности;</p> <p>Личные интересы менеджмента</p>

В Табл. 5 нами раскрыты основные цели инвестиций в консолидацию активов компаний, характерные для российской бизнес-среды.

Таблица 5

Характеристика основных целей инвестирования в консолидацию активов компаний

Цель инвестирования	Содержание цели
Приобретение активов с большим дисконтом к среднерыночной цене	<p>Присоединение недооцененных бизнес-структур (зависит от подхода и используемой модели оценки).</p> <p>При сравнительной оценке недооцененными являются акции, компаний, имеющих значительно более низкие мультипликаторы (прибыли, балансовой стоимости, объема продаж), чем акции остальных компаний отрасли.</p> <p>При оценке акций в доходном подходе недооцененные акции характеризуются ценой, которая значительно ниже расчетной стоимости дисконтированных денежных потоков.</p>
Диверсификация	<p>Объект инвестирования принадлежит к тем сферам бизнеса, которые не связаны и не коррелирует с бизнесом приобретающей фирмы. При этом циклическим компаниям следует интегрировать противофазные циклические или нециклические компании.</p>
Избыток свободной наличности	<p>Инвестирование компаний с избыточной наличностью (и ограниченными</p>

	<p>проектными возможностями) в компании с высокодоходными проектами (ограниченными денежными средствами) способствует повышению инвестиционной стоимости объединенной компании;</p> <p>Рост кредитных возможностей, поскольку при объединении двух компаний, т.к. прибыль и денежные потоки могут стать более стабильными и прогнозируемыми;</p> <p>Возможность использования чистых операционных убытков объекта инвестирования для прикрытия доходов инвестора от налогов.</p>
Приобретение бизнес-структур для вывода и продажи доходных активов	Объектом поглощения выступает плохо управляемая компания, где присутствует потенциал высокой нормы доходности
Личные интересы менеджмента компаний	<p>Инвестиции в поглощение не преследуют цели максимизации акционерной стоимости, а скрыты в нескольких амбициозных мотивах менеджмента:</p> <ul style="list-style-type: none"> - построение крупной монополистической корпорации; - самолюбие топ-менеджеров компании; - компенсации и побочные выгоды

Рассмотрим содержание основных целей инвестирования в консолидацию активов компаний.

Диверсификация активов. Анализ корпоративной политики российских компаний в сфере инвестиций в поглощения показал, что диверсификация в России в большинстве случаев осуществлялась в иных целях, чем в западных компаниях. На западе диверсификация осуществлялась после того, как большинство продуктов достигало высшей точки своего жизненного цикла, что ограничивало реинвестиционные возможности. В тоже время, в российских условиях при диверсификации решающее значение имела стоимость приобретаемой бизнес-структуры. На протяжении 90х годов 20 века большинство отечественных «олигархических» бизнес-структур формировались по принципу «дешево куплю - разберусь» [47]. Набрав собственности из разных отраслей, многие собственники до сих пор не знают, что делать с ней дальше – по какому принципу управлять, продавать ли непрофильные активы и т.д. Одновременно, среди российских бизнес-структур есть примеры успешной диверсификации бизнеса. Тут стоит отметить опыт «Объединенных машиностроительных заводов» («ОМЗ»). У холдинга традиционно сильные позиции на рынке оборудования для атомных электростанций. В 2004 году «ОМЗ» приобрели крупные пакеты акций «Атомэнергоэкспорта» и «Зарубежэнергоэкспорта», что позволяет холдингу конкурировать с General Electric и Framatom - крупнейшими в мире подрядчиками в строительстве АЭС. Акционеры и менеджмент «ОМЗ» считают, что атомный бизнес – очень высокорисковый, в первую очередь политических. Поэтому «ОМЗ» диверсифицируется с помощью нефтегазового машиностроения и судостроения. Сочетание такого бизнеса позволяет увеличивать, либо сохранять стоимость бизнеса для акционеров: на судостроительных мощностях выпускаются морские буровые платформы, а машиностроительный комплекс производит к ним машиностроительное оборудование. Таким образом, конечному потребителю предлагается комплексный продукт, а «ОМЗ» концентрируется на перспективных и капиталоемких рынках.

Недооценка российских бизнес-структур. Большинство российских компаний, акции которых свободно обращаются на биржах, являются на сегодняшний день недооцененными (рыночная стоимость меньше ее балансовой стоимости или меньше потенциальной рыночной стоимости) по сравнению с компаниями-аналогами других развивающихся или западных рынков. Анализ литературных источников показал, что основной причиной недооценки российских бизнес-структур является низкое качество корпоративного управления, которое практикуют многие российские компании. [49]. В 2000 году Бернардом Блэком было проведено эмпирическое исследование, посвященное выяснению взаимосвязи между величиной недооценки российских компаний и качеством их корпоративного управления. Результатом исследования явился вывод о том, что между качеством корпоративного управления и рыночной капитализацией существует значительная корреляция: изменение рейтинга качества корпоративного управления российской компании на один пункт увеличивает ее стоимость в 7 раз. [23].

Избыток наличности. Реализация корпоративной политики, направленной на вертикальную интеграцию «олигархических» бизнес-структур привело к тому, что к 2000 году существующие финансово-промышленные группы накопили избыточные запасы наличности и могли себе позволить инвестировать в поглощения бизнес-структур, которые вписывались в их вертикально-интегрированные холдинги. Параллельно с этим происходила продажа непрофильных активов. К практике инвестирования избыточной наличности в поглощение компаний для создания вертикально-интегрированных холдингов прибегали ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «ГМК «Норильский Никель», ОАО «ТНК», ОАО «Северсталь».

Приобретение бизнес-структур для вывода и продажи доходных активов. Данными целями поглощений пользуются, так называемые, «рейдеры», которые в основном осуществляют недружественные

поглощения, выходящие за рамки российского законодательства. Недружественные поглощения практикуют крупные финансово-промышленные группы и «олигархические» бизнес-структуры. Отличительной особенностью рейдерства в России является активное использование административного ресурса для оказания давления на менеджмент и собственников компании-цели: коррупция судов, правоохранительных органов, налоговой инспекции и т.п. Одновременно с этим, происходит описание происходящей борьбы за контроль над бизнес-структурами средствами массовой информации, как со стороны рейдера, так и со стороны компании-мишени. Каждое российское враждебное поглощение осуществляется с нарушением прав миноритарных, а иногда и мажоритарных акционеров. Так, до 1 января 2002 года распространенной являлась практика проведения дополнительных эмиссий акций по закрытой подписке, цель которых состояла в размывании долей прочих акционеров и аккумуляции контрольных пакетов в руках узкой группы заинтересованных лиц. К такой практике рейдерства прибегали ОАО «Томскнефть», ОАО «Юганскнефтегаз», ОАО «Юкос» и многие другие. [48].

Разработанная классификация целей инвестирования в консолидацию бизнес-структур может быть полезной для:

- выявления и оценки составляющих выигрыша от консолидации активов компаний,
- формирования показателей стратегии компании-инвестора и новой интегрированной бизнес-структуры,
- отбора кандидатов на поглощение, удовлетворяющих требованиям инвестора,
- контроля степени соответствия ожидаемых и фактически достигнутых целей в стадии интеграции после консолидации активов компаний.

1.3. Идентификация рисков инвестирования в консолидацию активов компаний

Проблемам рисков при инвестировании в консолидацию бизнес-структур посвящено множество исследований [1, 2,7,14, 27]. В большинстве случаев в этих источниках рассматриваются описания и расчет инвестиционных рисков, характерных для западных компаний и условий развитой рыночной экономики и политической стабильности.

В отечественных литературных источниках [17,18,19] мало внимания уделяется рискам, связанным с инвестированием в поглощение активов компаний в современных российских условиях.

Мы попытаемся выявить и описать только наиболее значимые риски, сопутствующие инвестированию в консолидацию активов отечественных компаний.

Проявление инвестиционных рисков, сопутствующих каждому этапу процесса консолидации, оказывает существенное влияние на результат инвестиционного процесса. Последствия рисков могут проявиться по окончании инвестирования в консолидацию бизнес-структур, и в процессе присоединения купленных активов к поглощающей компании. На всех этапах подготовки к инвестированию приобретателю активов компаний следует оценить дополнительные риски, возникающие в результате присоединения. Недооценка последствий проявления рисков в фазе подготовки к консолидации может существенно уменьшить фактические результаты инвестирования относительно ожидаемых.

Идентификация основных рисков инвестирования в консолидацию бизнес-структур позволит:

- определить направления и масштабы потенциального ущерба от проявления рисков для инвестора,
- выделить подконтрольные и неподконтрольные риски для менеджеров компании-инвестора,

- учитывать последствия проявления рисков при оценке целесообразности и планировании консолидации бизнес-структур.

Мы предлагаем выделить пять группы рисков, оказывающих влияние на результаты инвестирования в российские компании – глобальные (индуцированные) риски, страновые, отраслевые, территориальные и корпоративные.

К глобальным рискам следует отнести риски повышения процентных ставок и цен на основные сырьевые ресурсы в крупнейших мировых экономика, таких как Китай, США, Европейский союз. Рост процентных ставок в таких экономиках отрицательно сказывается на привлечении инвестиций в экономику развивающихся стран и, России, в частности. Падение цен на сырьевые ресурсы приводит к замедлению темпов роста всей российской экономики. На перечисленные глобальные риски ни государство, ни руководство компаний не может повлиять. Эти внешние риски для национальной экономики России можно уменьшить, переориентируя экономику с сырьевой на обрабатывающие отрасли.

К характерным для России страновым рискам мы относим следующие: административные, инфляционные, внешнеэкономические риски.

В России для инвесторов всегда доминировали *административные риски*. И в настоящее время для бизнес сообщества наиболее значимым выступает административный риск. Под административным риском понимается отсутствие со стороны государства таких правил взаимодействия с бизнесом, при которых бы существовала и развивалась совершенная конкуренция между производителями товаров и услуг. Ускоренное построение рыночной экономики государственными чиновниками не предусматривает установления прозрачных «правил игры» для бизнеса, при наличии которых бюрократы в роли арбитров будут не нужны.

Существование административного риска приводит к снижению результатов инвестирования в консолидацию активов компаний из-за

обременения бизнеса дополнительными платежами. Приобретая новую бизнес-структуру, инвестор получает дополнительную неопределенность в величине расходов из-за действия чиновников. Администрация президента сегодня демонстрирует реальную угрозу национализации стратегически важных для государства компаний, особенно в сфере добычи природных ресурсов. Риск дополнительных обременений бизнеса может быть реализован при кадровой ротации в правительстве и силовых структурах, а также в условиях формирования новой управленческой команды представителей государства во многих компаниях. Риск национализации крупной собственности существует, поскольку глава государства чувствует, что частные ресурсодобывающие компании способны в любой момент начать политическую игру против действующей власти. Данный вид риска, названный нами «административным», показательно продемонстрировало «дело Юкоса».

Мы считаем, что тенденция к расширению государственного участия в экономике России продолжится. Это подтверждается усилением позиций «Роснефти», продолжающейся экспансией «Газпрома», покупка «Внешторгбанком» нескольких частных банков, повышение доли РАО «ЕЭС России» в капитале компании ОАО «Силловые машины» до более чем блокирующего пакета. В настоящее время ведутся неформальные переговоры о продаже государственным структурам 50% доли олигархических групп «Ренова» и «Альфа-Групп» в нефтяной компании «ТНК-БП».

Повышение государственного участия в различных отраслях экономики может спровоцировать сокращение их эффективности и рентабельности, расширение возможностей для коррупции и бесхозяйственности. В такой атмосфере может начаться вытеснение стратегических инвесторов, и усиление обстановки неопределенности для портфельных инвесторов.

Остаются высокими риски предъявления новых налоговых претензий со стороны государства частным компаниям. Такие налоговые претензии

существенно повышают риски инвестирования в консолидацию отечественных бизнес-структур.

Таким образом, можно констатировать, что административные риски существенным образом определяют затраты и результаты инвестирования в поглощения бизнес-структур в России.

Негативное влияние инфляционных рисков на инвестирование существенно. Инфляция снижает реальную норму доходности при инвестировании в российские активы и при прочих равных условиях снижает их инвестиционную привлекательность. Власть в России декларирует борьбу с инфляцией, одновременно расширяя государственные расходы (национальные проекты и т.п.), которые стимулируют рост цен. Расширение государственного присутствия в экономике будет увеличивать долю государственных расходов в ВВП и стимулировать дальнейший рост цен.

Правительство предлагает несколько механизмов по сдерживанию инфляции: *налоговый* (при котором увеличивается ставка налогообложения нефтяной отрасли для сдерживания роста цен на ГСМ); *административный*, с помощью которого будет осуществляться мониторинг и контроль изменения цен и нормативов потребления коммунальных услуг; *бюджетный* – призванный не допустить роста социальных расходов выше, чем предусмотрено в проекте бюджета на 2006 год. В то же время Банку России рекомендовано ограничить рост наличных денег в обращении в пределах не более 20%, укрепить реальный курса рубля – на 4-4,5%. Перечисленные меры на наш взгляд не смогут действительно ограничивать рост цен, поскольку только добросовестная конкуренция производителей, которой в стране не существует, может понизить неконтролируемый рост цен.

Внешнеэкономические риски оказывают значительное влияние на экономику России и российских компаний:

- отсутствия долгосрочного опыта сотрудничества с иностранными партнерами;
- сопротивления процессам глобализации по сценариям запада;

Высокие сырьевые риски для экономики страны вызваны ее экспортно-ресурсной ориентацией. Поток нефтедолларов, рассредоточиваясь между государством, бизнесом и домашними хозяйствами, определяет уровень и динамику потребления, сбережения и инвестиции в ВВП. Изменения мировой конъюнктуры на сырье и энергию кардинальным образом влияют на экономические показатели России;

Отраслевые риски включают в себя события, инициируемые в отрасли, последствия которых окажут неблагоприятное воздействие на компанию-мишень и компанию-инвестора. Основным источником отраслевых рисков могут выступать:

- цикличность (сезонность) активности продаж;
- характер взаимосвязей с другими отраслями;

Эти виды рисков также как глобальные и страновые неподконтрольны менеджменту бизнес-структур, участвующих в инвестировании в поглощения.

Территориальные инвестиционные риски формируются под воздействием правовой, политической, экономической, финансовой, социальной, криминальной и экологической обстановкой в регионах проникновения компаний.

Корпоративные риски включают в себя следующие виды рисков :

- риск низкой достоверности финансовой информации;
- риск качества корпоративного управления;
- риск человеческого фактора (менеджмента).

Отраслевые риски оказывают существенное влияние на бизнес целевых компаний, а как следствие, и на результат инвестирования в поглощения таких бизнес-структур. Данный вид риска характерен для компаний, ведущих хозяйственную деятельность в потребительском секторе экономики.

- рыночные риски, которые определяются изменением рыночной конъюнктуры на тех рынках, на которых функционирует бизнес-

структура. Например, совокупность рынков, на которых продается продукция компании, и осуществляются закупки сырья;

- маркетинговая политика и разработки конкурентов, связанные с выпуском конкурирующей или заменяющей продукции;
- производственные факторы, определяемые спецификой отраслевой принадлежности компании, технологиями, организацией и политикой в сфере менеджмента;

Риск низкой достоверности информации. Мы выделяем два типа такого риска:

- риск низкой достоверности общей финансовой информации;
- риск низкой достоверности информации о компаниях-аналогах;

Риск низкой достоверности общей финансовой информации может оказать существенное влияние на оценку стоимости компании-цели. Риск недостоверного отображения финансовой информации является следствием недостаточного развития корпоративного права и методологии корпоративных финансов в российских бизнес-структурах. В России большинство компаний не заинтересованы в распространении достоверных сведений о своей деятельности, опасаясь привлечь внимание налоговых, коррумпированных правоохранительных органов и «черных» рейдеров. Органы государственной статистики публикуют информацию о макроэкономических показателях, которая не отражает существенных объемов теневой экономики. По данным экспертов теневая экономика в России составляет до 25% от ВВП. [36], что не позволяет достоверно оценивать состояние дел в большинстве отраслей народного хозяйства, а следовательно и компании, работающие в данных отраслях. Поэтому достоверность экономической информации даже для верхних эшелонов власти и крупных институциональных инвесторов остается на невысоком уровне. В то же время, риск низкой достоверности финансовой информации заключается в отсутствии данных об аналогичных компаниях и сделках на рынке, что значительно усложняет задачу оценки объекта

поглощения для потенциального инвестора. В России даже те компании, которые формально не являются закрытыми акционерными обществами, как правило, принадлежат одному или нескольким основным акционерам. Такие компании не стремятся раскрывать свою финансовую информацию и публиковать отчеты. Поэтому на подготовительной фазе инвестирования в поглощение бизнес-структур в российских условиях необходимо оценить, насколько реалистичны цифры, отраженные в отчетах целевой компании. Как следствие, достаточно сложно сравнивать российские компании с их западными аналогами.

Акции компаний, котирующиеся на российских биржах, аналогами для оценки могут быть признаны лишь условно. Так компания PricewaterhouseCoopers проводила оценку российской интернет-компании, и при проведении данной оценки возникла проблема, связанная с поиском аналогов, потому что компании, которые работали в данной отрасли, были значительно крупнее, или их финансовое положение было не устойчивым. Компании, сопоставимые по размеру, работали в других отраслевых сегментах. Мультипликаторы по компаниям-аналогам были рассчитаны на основе данных информационно-аналитической системы Bloomberg. Если бы мультипликаторы были бы взяты из среднестатистических западных данных, то стоимость интернет-компании по методу компаний-аналогов была бы значительно выше [38].

В условиях низкой достоверности информации в стране и у компаний актуальным становится вопрос целесообразности для ее обработки и анализа точных западных математических методов и моделей. Качество результатов оценки будет зависеть от качества исходной информации.

Таким образом, на этапе подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний следует учитывать источники используемой информации. Особенно это важно при анализе и оценке операционной и финансовой деятельности целевой бизнес-структуры, когда значения оценки могут

оказать существенное влияние на выбор конечной цели инвестирования в поглощения.

Риски человеческого фактора можно свести к:

- уровню квалификации и взаимоотношения персонала. Поскольку квалификация персонала компании имеет решающее значение при реализации инвестирования в поглощение бизнес-структур по нескольким причинам:
 - высококвалифицированный персонал способен объективно оценивать изменения, происходящие в результате поглощения и интеграции новой компании в существующий бизнес;
 - наличие квалифицированного персонала не требует проведения дополнительных тренингов и семинаров, посвященных интеграции бизнес-структур. Такие тренинги увеличивают конечные затраты на консолидацию бизнеса и влияют на конечный результат инвестирования в поглощения;
 - наличие профессиональной команды в компании позволяет осуществлять процедуры по инвестированию в поглощения бизнес-структур в течение запланированного временного интервала. Соблюдение сроков по поглощению и интеграции компаний позволяет недопустить утечки информации о сделке на внешний рынок и соблюдать затраты по поглощению на запланированном уровне.
 - ошибкам менеджмента при принятии управленческих решений;
 - ошибки менеджмента оказывают значительное влияние на успешность сделки по поглощению на каждом из этапов инвестирования. Особенно опасно влияние ошибок на этапе подготовки к инвестированию в поглощения бизнес-структур, поскольку необъективная оценка исходной информации об объекте поглощения, его инвестиционной стоимости может на этапе интеграции привести к образованию новой бизнес-структуры оценочная стоимость которой будет значительно меньше запланированной стоимости объединенной компании.

- ошибки менеджмента на этапах подготовки и реализации сделки по поглощению, а также на этапе интеграции компаний могут привести к снижению информационными агентствами инвестиционных рейтингов, как компании-покупателя, так и объединенной бизнес-структуры, что в свою очередь может привести к снижению курса акций объединенной компании и удорожанию заемных средств на финансирование перспективных проектов.

Проявление рисков при оценке целесообразности инвестирования в консолидацию бизнес-структур предложено измерять изменениями денежных потоков. Если суммарный денежный поток объединенной бизнес-структуры в результате реализации инвестиционного решения увеличивается, то инвестиционное решение можно считать целесообразным.

При подготовке к инвестированию в консолидацию активов компаний можно предложить следующую последовательность оценочных операций:

- установить наиболее значимые риски для компании мишени и компании-инвестора,
- оценить отображенные значимые риски количественно, в категориях элементов денежных потоков компаний,
- прогнозировать изменения денежных потоков компании с учетом проявления отображенных рисков,
- прогнозировать способы компенсации отрицательных последствий проявлений рисков для компаний.

Перечисленные оценочные операции могут дать представления о масштабах потенциального ущерба, который может проявиться в результате действия рисков.

Нам представляется, что при подготовке к инвестированию в поглощения, при формировании стратегического инвестиционного плана, следует отдельно выделять и исследовать вопросы рисков и способов их компенсации.

2. Совершенствование методов оценки инвестиций в консолидацию активов компаний

2.1. Формирование обобщающих и частных показателей эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний

В современных российских условиях оценка инвестиций в бизнес и активы продолжает оставаться актуальной. Этому способствует рост финансового рынка, рынка недвижимости и других альтернативных возможностей инвестирования капитала (драгоценные металлы, фьючерсы на нефть и газ и т.д.). Инвестиционные оценки стоимости бизнес-структур в России имеют высокую степень неопределенности. Источником неопределенности выступают:

- долгосрочное прогнозирование макроэкономических и отраслевых показателей,
- ограниченность и низкая капитализация российского фондового рынка,
- низкие объемы (по сравнению с экономическими более развитыми странами) инвестирования в бизнес-структуры и активы,
- недостаточный объем публично доступной достоверной финансовой информации о компаниях,
- отсутствие публичной сводной статистики по отраслям и отдельным компаниям.

Анализ и оценка инвестиционной деятельности при поглощениях бизнес-структур может осуществляться с помощью основных принципов теории экономической эффективности, которые предусматривают сопоставление затрат и выгод, получаемых в связи с реализацией инвестиционных действий. Инвестиционная деятельность через процедуры консолидации активов компаний осуществляется в ограниченные промежутки времени, а выгоды имеют вид участия в прибыли приобретенной компании или росте стоимости приобретенного актива на протяжении неограниченного промежутка времени. Различны оценки затрат и

результатов при поглощениях, поскольку затраты имеют весьма определенный объем, а результаты носят неопределенный характер.

Проблема оценки активов компаний хорошо разработана западными авторами применительно к деловой практике экономически развитых стран. В российской экономической литературе недостаточно полно освещен вопрос возможности адекватного использования западных методик при оценке инвестиций, осуществляемых через поглощения компаний. По нашему мнению простой перенос западных методик по расчету стоимости инвестиций в консолидацию активов компаний не способен удовлетворить потребности отечественных инвесторов в надежных оценках. Существует проблема, связанная с необходимостью адаптации и дополнения западных методик оценки инвестиций в поглощения бизнес-структур, которые позволили бы учесть специфические особенности российской деловой практики и, в частности, особенности российских стандартов бухгалтерской отчетности.

В современных условиях нестабильность и низкая прогнозируемость возврата инвестиций и достижения стратегических инвестиционных целей при осуществлении процессов по слиянию и поглощению активов выступает одним из важнейших факторов, препятствующих эффективному переходу и перераспределению собственности в реальном секторе экономики РФ.

Проблема оценки эффективности инвестиций в привлекательные для консолидации бизнес-структуры ощущается во всех отраслях экономики (даже в государственном секторе экономики на примере слияния ОАО «Газпром» с ОАО «Роснефть») и в компаниях, имеющих различные виды интеграции.

Под оценками эффективности инвестирования мы будем понимать такие оценки инвестиций в консолидацию целевых бизнес-структур, которые бы выражали степень достижения стратегических целей при инвестировании в консолидацию активов компаний при учете рисков, оказывающих негативное влияние на затраты и результаты инвестирования.

Оценка эффективности инвестирования в консолидацию российских бизнес-структур становится более актуальной, поскольку в настоящее время закончился период «дешевой» собственности, когда анализ и оценка инвестиций в поглощения бизнес-структур можно было не проводить. Число «дешевых» инвестиционных проектов с каждым годом снижается. В то же время, теоретические подходы к оценке инвестиций в консолидацию активов компаний с учетом российской специфики находится в стадии быстрого развития, но при этом отстают от практики.

В настоящее время среди участников инвестиционного процесса не существует единой методологии оценки инвестиций, реализуемых через поглощения бизнес-структур. Различия в подходах сводятся к составу и расчету оценочных моделей.

В [20,21,22] рассмотрены общие рекомендации и подходы к оценке инвестиций в реальный сектор экономики. В настоящей диссертации предпринята попытка адаптировать существующие подходы и методы для оценки инвестиций в консолидацию активов компаний.

На этапе подготовки к инвестированию в поглощения бизнес-структур осуществляется оценка и отбор кандидатов на поглощение, удовлетворяющих стратегическим целям инвестирования. Одновременно с этим, необходимо выявлять потенциальные риски и разрабатывать программу по их компенсации на стадии интеграции поглощенной бизнес-структуры.

Методология оценки эффективности инвестирования в консолидацию бизнес-структур должна быть согласована участниками инвестирования и не должна противоречить международным методикам обоснования инвестиций.

Оценка целесообразности инвестирования должна основываться на исследовании динамики операционных и финансовых показателей целевой бизнес-структуры. Такой подход основан на том, что для современных условий инвестирования фактор времени, особенно для реализации целей инвестирования, играет доминирующую роль.

Формирование показателей оценки эффективности инвестирования в консолидацию бизнес-структур осуществляется на этапе подготовки к консолидации. Если расчетные оценки соответствуют стратегическим планам инвестора и ожидаемому эффекту, то сделка по инвестированию в поглощения может быть одобрена.

На этапе объединения активов после консолидации осуществляется проверка соответствия прогнозируемых и фактических результатов консолидации активов компаний, поэтому показатели оценки эффективности инвестирования на этапе подготовки к поглощению должны соответствовать показателям оценки фактических результатов инвестирования в консолидацию бизнес-структур на этапе интеграции.

Нам представляется, что для оценки эффективности инвестирования в поглощения бизнес-структур следует использовать обобщающие и частные показатели оценки.

Обобщающие показатели следует использовать для оценки эффективности инвестиций в инвестируемую бизнес-структуру. Такой обобщающий показатель включает в себя множество различных частных показателей. Обобщающие критерии объединяют информацию о значениях частных показателей и информацию о значимости таких показателей. Обобщающие критерии позволяют рассматривать инвестиционные проекты по поглощению бизнес-структур по степени их инвестиционной привлекательности.

Одновременно с этим, обобщающие показатели предназначены для оценки общего финансового результата для инвестора от инвестирования в консолидацию активов компаний.

Наличие обобщающих показателей позволит решить следующие задачи:

- объединить информацию о значениях частных показателей и информацию о значимости таких показателей;

- рассмотреть инвестиционные проекты в консолидацию бизнес-структур по степени их инвестиционной привлекательности;
- выявить и оценить эффективность инвестирования в потенциальные объекты поглощения;
- сравнить инвестиции в целевую бизнес-структуру с альтернативными инвестиционными возможностями;

Мы предлагаем использовать в качестве обобщающего показателя эффективности инвестирования в консолидацию бизнес-структур, отклонения рыночной и оценочной стоимости акционерного капитала объединенной компании. В диссертации рассматриваются бизнес-структуры, которые имеют форму открытых акционерных обществ, акции которых обращаются на фондовом рынке (не только российском, но и в форме глобальных депозитарных расписок на западных рынках). Отклонение стоимости акционерного капитала из расчета на одну акцию бизнес-структуры на этапе подготовки к инвестированию в консолидацию активов и сравнение стоимости с текущей рыночной оценкой объединенной компании и будет являться обобщающим показателем эффективности инвестирования в консолидацию такой бизнес-структуры.

Несмотря на то, что показатели настоящих и будущих денежных потоков компаний имеют главное значение при оценке эффективности их поглощений, они недостаточны для принятия решений об инвестировании в консолидацию новых бизнес-структур. Этот обобщающий показатель позволяет установить цену компании-мишени, но не дает представления за счет каких факторов формируется стоимость бизнес-структуры. Для того чтобы ответить на эти вопросы следует использовать частные показатели оценки эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний.

Частные показатели оценки инвестирования в поглощения предназначены для того, чтобы планировать и контролировать степень соответствия ожидаемых и фактических результатов интеграции бизнес-структур. Показатели предназначены для измерения эффектов, достижение

которых выступало целями консолидации. Поэтому состав таких показателей может охватывать широкий перечень всех возможных эффектов достигаемых при поглощениях компаний. Мы не будем перечислять все существующие показатели оценки деятельности бизнес-структур, а выделим только наиболее значимые.

Нам представляется, что для любых целей инвестирования в консолидацию бизнес-структур (см. табл. 2, 3 п.1.2) для планирования и контроля деятельности новой интегрированной компании следует использовать следующую систему показателей:

- операционной деятельности: коэффициент прибыльности производственной деятельности, уровень рентабельности, оборачиваемость чистых активов,
- инвестиционной деятельности: ставка доходности активов, ставка доходности на собственный капитал, ставка доходности на акционерный капитал, поток денежных средства на акцию,
- финансовой деятельности: коэффициент прибыльности по прибыли до уплаты налогов и процентов, текущая доходность, мультипликатор денежных потоков, соотношение заемного и собственного капитала.

Частные показатели используются для оценки изменений финансовых показателей поглощаемой бизнес-структуры, а также для оценки многообразных видов рисков и потерь, возникающих в результате инвестирования в консолидацию бизнес-структур. Использование частных показателей оценки эффективности инвестирования позволяет поглощающей компании просчитывать влияние на стоимость акционерного капитала целевой бизнес-структуры изменений финансовых показателей, а также различных видов риска. Например, к частным показателям можно отнести изменение чистого денежного потока на акционерный капитал, средневзвешенные затраты на акционерный капитал, изменение темпов роста целевой бизнес-структуры, потери от увольнения квалифицированного персонала поглощаемой компании.

Выбранную систему частных показателей следует рассчитывать по данным действующей в компании системы бухгалтерского учета и отчетности. Принятую систему частных показателей следует использовать для оценки и контроля фактических и ожидаемых результатов инвестирования в поглощения.

На стадии подготовки к инвестированию в поглощения компаний следует установить количественные значения перечисленных показателей, которые должны быть достигнуты в фазе интеграции после консолидации. Для менеджеров, возглавляющих отдельные направления деятельности объединенной бизнес-структуры, целесообразно устанавливать перечень и значения показателей, по интервалам периодов планирования (месяц, квартал, год), которые им следует контролировать. Руководители, ответственные за результаты поглощения, используя отклонения фактических и плановых показателей оценки, могут осуществлять мониторинг и корректировки процессов интеграции бизнес-структур. Бесконтрольность, или слабый контроль за процессами интеграции может существенно отклонять результаты деятельности новой компании от первоначальных целей инвестирования. Использование непрерывного отслеживания степени соответствия ожидаемых и достигнутых результатов интеграции позволит руководству препятствовать проявлению неблагоприятных тенденций.

Если компания-инвестор не вырабатывает на стадии подготовки к инвестированию показатели, по которым сможет оценивать результаты поглощения, то в фазе интеграции процессы совмещения деятельности двух компаний могут выйти из под контроля и цели поглощения не будут достигнуты. Следует иметь в виду, что кроме инвесторов существуют менеджеры, которые способны развернуть процесс поглощения для удовлетворения собственных интересов.

Использование обобщающих и частных показателей позволит обосновать и выбрать объекты инвестирования в поглощения.

Нам представляется, что поскольку цели инвестирования в консолидацию бизнес-структур и концептуальные подходы к формированию оценочных показателей многообразны, то сегодня преждевременно говорить о создании единой общей методики оценки эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний.

2.2. Анализ подходов к оценке стоимости инвестирования в консолидацию активов компаний

При инвестировании в консолидацию бизнес-структур должен возникать эффект от их интеграции. Оценка эффективности инвестирования следует осуществлять в соответствии с общими подходами к оценке стоимости бизнеса. Рассмотрим общие подходы к формированию обобщающих критериев оценки эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний.

Существует три основных подхода к оценке стоимости инвестиций: доходный, рыночный и затратный. В разработанной нами табл. 6 представлено основное содержание подходов к оценке стоимости инвестиций в консолидацию бизнес-структур, их достоинства и недостатки.

Таблица 6

Содержание подходов к оценке стоимости инвестиций в консолидацию бизнес-структур

Доходный подход	Рыночный подход	Затратный подход
- стоимость инвестиций рассчитывается как текущая стоимость будущих чистых выгод, дисконтированных по норме доходности, отражающей рискованность инвестиций.	-устанавливает стоимость инвестиций на основе количества денег, уплаченных за альтернативные инвестиции. Для оценки стоимости выбранной компании	-устанавливает оценку стоимости бизнес-структур, основанную на гипотетической продаже ее базовых активов по бухгалтерской стоимости с учетом износа.

	<p>используется отношение цены к прибыли (P/E) или отношение цены к продажам (P/V) компаний-аналогов.</p> <p>-оценку стоимости выбранной компании получают умножением мультипликатора на объем прибыли или продаж оцениваемой компании.</p>	<p>- использование затратного подхода целесообразно в том случае, когда цель инвестора заключается в приобретении определенных материальных или нематериальных активов, неспособных генерировать стоимость и в случаях неблагоприятной рыночной и политической конъюнктуры.</p>
<p>Недостатки использования подхода в российских условиях:</p>		
<p>- не позволяет инвесторам рассчитывать справедливую рыночную стоимость бизнес-структур в связи с их информационной непрозрачностью;</p> <p>- измерение ключевых детерминант стоимости с помощью данного подхода затруднено в силу преобладания компаний с отрицательными или нулевыми доходами (для целей налоговой оптимизации);</p>	<p>- использование подхода ограничено отсутствием информации о компаниях-аналогах, отчетность которых публично не публикуется;</p> <p>- развивающийся организованный рынок ценных бумаг не позволяет получить достаточно надежного значения P/E, поскольку сведения о рыночной стоимости капитала и прибыли компаний имеют невысокую достоверность.</p> <p>- использование мультипликаторов не</p>	<p>- является неприемлемым в условиях развивающейся российской экономики в силу наличия большого количества альтернативных инвестиционных проектов с устойчивыми инвестиционными показателями;</p> <p>- отсутствие единых стандартов бухгалтерского учета и, как следствие, несопоставимость стоимости активов в связи с существующими международными особенностями бухгалтерского учета,</p>

	<p>позволяет достаточно полно отразить будущие изменения по причине отсутствия статистических данных по компаниям даже за короткий период;</p>	<p>затрудняющие сопоставление стоимости российских и зарубежных компаний</p>
<p>Преимущества использования подходов в российских условиях</p>		
<p>- может быть использован в случае, когда компания обладает крупными активами, генерирующими постоянный положительный денежный поток. При этом риски подвержены достоверному измерению. Примером таких бизнес-структур могут служить российские компании нефтехимической, металлургических, потребительского отраслей промышленности: ОАО «Уфаоргсинтез», ОАО «Уралэлектромедь», ОАО «Метафракс», ОАО «Лебедянский»</p>	<p>- может быть использован при оценке целесообразности инвестирования в среднем и малом бизнесе, поскольку в данном сегменте бизнес-структуры могут иметь одинаковые размеры, вид продукции и услуг, клиентов, условия конкуренции, доступ к капиталу, достоверность финансовой информации и т.д. Примером компаний, оценка которых возможна с помощью такого подхода являются ОАО «Яршина», ОАО «Омскшина», ОАО «Амтел».</p>	<p>- в условиях современной российской рыночной экономики использование данного подхода для оценки стратегических инвестиций в поглощения крупных бизнес-структур неактуально.</p>

Мы считаем, что в современных российских условиях для оценки эффективности инвестирования в консолидацию бизнес-структур необходимо использовать все три перечисленных подхода. Использование

трех различных подходов позволит выработать обобщающую оценку инвестиционной привлекательности поглощаемой бизнес-структуры и будущей стоимости объединенной компании. Использование информации, полученной разными методами, будет способствовать подготовке обоснованного решения об инвестировании в консолидацию активов компаний.

Целесообразность такого интегрированного подхода к оценке поглощений подтверждает исследование, проведенное Стивеном Капланом и Ричардом Рабэком с 1983-1989 гг., в котором было произведено сравнение рыночной стоимости сделок по инвестированию в консолидацию бизнес-структур с дисконтированными прогнозами денежных потоков в попытке установить точность прогноза относительно фактической цены покупки. В результате было обнаружено, что оценки дисконтированных денежных потоков находились в пределах 10% от рыночных значений стоимости этих сделок. Результаты исследования показали, что оценка на основе дисконтированных денежных потоков давала результаты лучше, чем у сравнительных методов [28].

Стоит также отметить, что оценка инвестиций в консолидацию бизнес-структур с помощью рыночного подхода (рыночная цена, отношения цены акции к дивидендам и др.) не всегда дает представление о эффективности такого инвестирования. По данным [60] средняя доходность по акциям компаний, входящих в расчетную базу индекса S&P500, составила всего 4,3 %, что значительно ниже долгосрочного средневзвешенного показателя в 10%. Акции 100 крупнейших компаний с рыночной капитализацией в 6,5 трлн. Долл., которые составляют основную часть доходов всего бизнеса США, в течение последних пяти лет приносили инвесторам всего 2,03% годовых, преимущественно в виде дивидендов. «Голубые фишки» становятся дешевым классом активов в развитых странах. Недвижимость, драгоценные металлы, иностранные акции и акции менее крупных компаний США более привлекательны сегодня, чем «голубые фишки».

Акции крупнейших компаний США снискали популярность на растущем фондовом рынке 1982-2000 гг. и приносили за этот период в среднем 16% годовых. Это было намного выше темпов роста корпоративных доходов. Среднее отношение цены такой акции к доходам (P/E) составляло 8, а в 2000 году на пике бума высокотехнологичных компаний, когда цены многих акций достигли рекордной величины, P/E достигало самого высокого значения за свою историю – 35. Растущий фондовый рынок, просуществовавший в США 18 лет, явился результатом дефицита инвестиционных возможностей.

Долгосрочные ставки в течение этого периода снижались, и привлекательность облигаций падала. Цены на нефть, драгоценные металлы и другое сырье падали. Рынок недвижимости к середине 90-х годов пережил два крупных кризиса. Только акции оставались наиболее доходным активом. соотношение P/E резко увеличилось, так как на рынке акций размещались деньги из секторов с низкой доходностью.

После серии громких скандалов, представивших крупные корпорации США в неприглядном для инвесторов свете, денежные средства стали перетекать в направлении привлекательных активов других регионов мира. В результате в 2005 году фондовый рынок Египта вырос на 131,7 %, Саудовской Аравии – 108%, Колумбии 124%, России – 87%, Японии – 42 % [15]. Другими словами, избыточная ликвидность из США подняла развивающиеся мировые фондовые рынки. Спрос на акции компаний развивающихся рынков очень высок, поскольку акции торгуются ниже среднеисторических и отраслевых показателей, рассчитанных по коэффициенту P/E или «цена - денежный поток», а значит их цена, как правило, занижена.

Высокая мобильность капиталов представляет один из результатов глобализации. Рост международной конкуренции увеличивает масштабы и скорость движения денежных потоков, заставляет рынки работать эффективнее. Чтобы вернуть деньги, переместившиеся с американского

фондового рынка, заставить их работать на себя, правительство США будет повышать ставку рефинансирования и осуществлять политику «управляемого хаоса» в стратегически важных регионах мира. По словам Ротшильда деньги делают, когда на улицах льется кровь. В преддверии серьезных вооруженных конфликтов деньги из-за рубежа устремятся в надежные ценные бумаги США и поднимут их цену.

Из рассмотренного выше примера следует, что, оценивая компании через рыночные показатели, мы наблюдаем не столько саму компанию, сколько текущее состояние денежно-кредитной и бюджетной системы. Динамика рыночных показателей компании включает факторы внешней среды: текущую денежную ликвидность, привлекательность альтернативных активов и др.

Поэтому для оценки эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний разумно применять несколько подходов.

2.3. Моделирование денежных потоков для оценки инвестиционной стоимости поглощаемой бизнес-структуры

Из современной теории финансов известно, что стоимость любого актива определяется его способностью создавать денежные потоки. Аналогичные соображения лежат и в оценке стоимости компании на основе **метода дисконтированных денежных потоков** (метод DCF). В данном случае под величиной денежного потока следует понимать доходы компании после уплаты налогов, но до выплаты платежей, связанных с заемным финансированием, а также средств, необходимых для осуществления реинвестирования в основные средства и покрытия текущих потребностей в оборотном капитале. Доходы компании, полученные после уплаты налогов, но до выплаты по кредитам в финансовой литературе называют *операционной прибылью за вычетом скорректированных налогов*. В общем случае стоимость собственного капитала компании определяется как

стоимость ее основной и непрофильной деятельности за вычетом долговых обязательств и других требований инвесторов, имеющих преимущественные права в плане получения дохода от деятельности компании перед держателями обыкновенных акций (например, владельцы привилегированных акций). Стоимость основной деятельности компании равна текущей стоимости соответствующего денежного потока, дисконтированного по ставке, отражающей риск указанного потока.

Таким образом, общая модель оценки собственного (акционерного) капитала компании принимает следующий вид:

$$E = PV(CF_O) - NetDebt - PV(CF_{DIV}) + NA, \quad (1)$$

где E – оценка фундаментальной стоимости акционерного капитала,

$PV(CF_O)$ – текущая стоимость денежного потока, создаваемого компанией в процессе своей основной операционной деятельности,

$NetDebt$ – текущая стоимость чистого долга,

$PV(CF_{DIV})$ – текущая стоимость потока дивидендов по *привилегированным* акциям,

NA – текущая стоимость неоперационных активов компании, т.е. тех активов, которые непосредственно не участвуют в создании основной продукции (например, вложения в непрофильные виды бизнеса, приобретение рыночных ценных бумаг и т.п.).

Стоит отметить, что неоперационные активы в формуле (1) оцениваются по текущей балансовой стоимости, что неявно означает равенство указанного значения и текущей стоимости всех будущих доходов и расходов, связанных с данными активами. Такое предположение выглядит достаточно разумным в силу того, что прогноз денежных потоков по непрофильным активам достаточно затруднителен, и, следовательно, ненадежен. Прогноз дивидендных выплат по привилегированным акциям может быть достаточно просто получен в случае, когда дивиденды по акциям

такого типа определяются как фиксированный процент от номинальной стоимости акции. В противном случае сумма дивидендов будет определяться прогнозными значениями чистой прибыли и выработанной рассматриваемой компанией дивидендной политики. Основным элементом в соотношении (1), требующим дополнительных действий для расчета, является текущая стоимость денежного потока, создаваемого компанией в процессе своей основной операционной деятельности, или просто – *стоимость основной деятельности*. Стоимость основной деятельности равна приведенной стоимости ожидаемого в будущем свободного денежного потока (FCF, free cash flow). В свою очередь, свободный денежный поток равен посленалоговой прибыли от основной деятельности плюс амортизация основных средств (поскольку амортизация является неденежным отчислением, уменьшаемым величину чистой прибыли) минус валовые инвестиции в основные средства и оборотный капитал. При этом, заметим, что под оборотным капиталом понимается разница между оборотными активами, участвующими в операционной деятельности, и *беспроцентными* долговыми обязательствами, т.е. той частью текущего долга, с которой не связаны обязательства перед поставщиками *финансовых* ресурсов компании. К свободному денежному потоку не относятся никакие денежные потоки, связанные с финансированием, – в частности процентные и арендные платежи и дивиденды. В модели стоимостной оценки используется именно свободный денежный поток, поскольку он представляет денежные средства, которые создаются в основной деятельности компании и доступны всем поставщикам капитала – как заемного, так и акционерного. В этой связи такой вид денежного потока называют свободным денежным потоком фирмы (FCFF, free cash flow to firm), подчеркивая, что он распределяется между всеми агентами, финансирующими деятельность компании. В отличие от данного потока, денежный поток, приходящийся только на долю владельцев обыкновенных акций компании, называют свободным денежным потоком на акционерный капитал (FCFE, free cash flow to equity).

В диссертации мы усовершенствуем модель свободного (чистого) денежного потока от хозяйственной деятельности, представленную в работе И.А. Бланка для того, чтобы ее можно было использовать для расчетов стоимости компаний при поглощениях.

И. Бланк предлагает структурировать общий чистый денежный поток от хозяйственной деятельности компании на чистый денежный поток от операционной деятельности (ЧПД_о), инвестиционной (ЧПД_и) и финансовой (ЧПД_ф) деятельности [38].

$$\text{ЧПД} = \text{ЧПД}_ф + \text{ЧПД}_о + \text{ЧПД}_и \quad (\text{I})$$

$$\text{ЧПД}_о = \text{ЧП} + A_{о.с.} + A_{н.а.} \pm \Delta ДЗ \pm \Delta З \pm \Delta КЗ \pm \Delta Р \quad (\text{II})$$

ЧП – чистая прибыль;

$A_{о.с.}$ - амортизация в основные средства;

$A_{н.а.}$ – амортизация в нематериальные активы;

$\Delta ДЗ$ – прирост дебиторской задолженности;

$\Delta З$ – прирост запасов;

$\Delta КЗ$ – прирост кредиторской задолженности;

$\Delta Р$ – прирост резервов и других фондов.

$$\text{ЧПД}_и = P_{о.с.} + P_{н.а.} + P_{а.} + P_{п.} + Д_{п.} - П_{о.} - \Delta \text{НКС} - П_{н.а.} - П_{п.} - В, \quad (\text{III})$$

где $P_{о.с.}$ – выручка от реализации выбывших основных активов;

$P_{н.а.}$ - выручка от реализации выбывших нематериальных активов;

$P_{а.}$ – повторная реализация ранее выкупленных акций;

$P_{п.}$ – реализация портфельных инвестиций;

$Д_{п.}$ – дивиденды, полученные по портфелю инвестиций;

$П_{о.}$ – приобретенные основные средства;

$\Delta \text{НКС}$ – прирост незавершенного капитального строительства;

$П_{н.а.}$ – приобретение нематериальных активов;

$П_{п.}$ - приобретение портфельных инвестиций;

$В$ – выкупленные акции компании

$$\text{ЧПД}_\phi = \text{П}_c + \text{П}_d + \text{П}_k + \text{БФ} - \text{В}_d - \text{В}_k - \text{Д}_y, \quad (\text{IV})$$

где П_c – привлечение из внешних источников дополнительного собственного капитала;

П_d – привлечение дополнительных долгосрочных кредитов;

П_k – привлечение дополнительных краткосрочных кредитов;

БФ – поступление безвозмездного целевого финансирования;

В_d – погашение долгосрочного кредита;

В_k – погашение краткосрочного кредита;

Д_y – дивиденды, уплаченные акционерам компании

Попытаемся вычислить перечисленные элементы общего чистого денежного потока через принятые в рыночной экономике категории (операционная прибыль и др.) и показатели доступные инвесторам для того, чтобы оценить основную деятельность компании, выделить ее из общей хозяйственной деятельности.

Для определения посленалоговой прибыли от основной деятельности необходимо операционную прибыль компании скорректировать на величину тех налогов, которые заплатила бы данная компания, если бы не имела заемных источников финансирования и не несла бы дополнительных расходов (или не получала бы доходов), не связанных с основной деятельностью. В силу своего экономического содержания такая прибыль называется чистой операционной прибылью за вычетом скорректированных налогов (*NOPLAT*, net operation profit less adjusted taxes). По определению *NOPLAT* может быть получена по следующей формуле:

$$\text{NOPLAT} = \text{EBIT}(1-t), \quad (2)$$

где *EBIT* – операционная прибыль (earnings before interest and taxes), т.е. разница между выручкой от продаж и себестоимостью продукции, расходами на реализацию, коммерческими, административными и прочими операционными издержками,

t – эффективная ставка налога, определяемая как отношение величины фактически выплаченных компанией налогов и налогооблагаемой прибыли.

Тогда, учитывая вышесказанное, величина свободного денежного потока определяется следующей зависимостью:

$$FCFF = NOPLAT + A - (CapEx + \Delta WC), \quad (3)$$

где $NOPLAT$ – чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов,

A – сумма амортизации основных средств, начисленной в текущем периоде,

$CapEx$ – общая величина капитальных затрат, осуществленных для обновления и наращивания основных средств компании,

ΔWC – изменение операционного оборотного капитала (WC , working capital) равного разнице между оборотными активами, участвующими в основной деятельности, и текущими беспроцентными обязательствами компании.

Изменение балансовой стоимости основных средств, как известно, равно разнице между совершенными в течение отчетного периода капитальными затратами и начисленной за тот же период амортизацией, т.е.

$$FA_1 = FA_0 + CapEx - A, \quad (4)$$

или другими словами

$$\Delta FA = CapEx - A, \quad (5)$$

где FA_0 , FA_1 – балансовая (остаточная) стоимость основных средств (FA , fixed assets) на начало и конец отчетного периода соответственно, а ΔFA – изменение балансовой стоимости основных средств за текущий период.

Учитывая соотношение (5), уравнение (3) можно записать в более упрощенной форме, позволяющей определять величину свободного денежного потока непосредственно по данным финансовой отчетности компании (бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках):

$$\begin{aligned} FCFF &= NOPLAT + A - (\Delta FA + A) - \Delta WC = \\ &= NOPLAT - (\Delta FA + \Delta WC) \end{aligned} \quad (6)$$

Величину $\Delta FA + \Delta WC$ называют *чистыми инвестициями*, поскольку она отражает те затраты, которые несет компания на покрытие потребностей в оборотном капитале и приобретение *чистых* основных средств. В отличие от чистых инвестиций сумму $CapEx + \Delta WC$ можно назвать *валовыми инвестициями*. Необходимо еще раз дополнительно подчеркнуть, что при расчете величины свободного денежного потока в расчет принимаются только те активы (оборотные активы и основные средства), которые непосредственно участвуют в основной производственной деятельности компании.

Кроме того, свободный денежный поток равен также сумме денежных потоков, поступающих всем поставщикам капитала или от них (процентные платежи, дивиденды, новые займы и погашение долгов, а также выпуск или выкуп собственных акций компанией) за вычетом изменения стоимости неоперационных активов. При этом с целью учета эффекта «налогового щита» должны быть соответствующим образом скорректированы все выплаты поставщикам капитала, которые осуществляются из прибыли до выплаты налогов. С точки зрения выплат поставщикам капитала величина свободного денежного потока, таким образом, определяется следующим соотношением:

$$FCFF = \%(1-t) - \Delta Debt + Div - Rd - \Delta NA, \quad (7)$$

где $\%(1-t)$ – процентные платежи, скорректированные на эффективную ставку налога,

$\Delta Debt$ – изменение процентного долга в текущем периоде,

Div – выплаченные в текущем периоде дивиденды,

Rd – объем выпуска или выкупа собственных акций (redemption of stock),

ΔNA – изменение в текущем периоде стоимости неоперационных активов.

Объем средств потраченных или полученных в результате выкупа старых или выпуска новых акций может быть определен на основе

изменения балансовой стоимости собственного капитала с учетом выплаченных дивидендов и полученной чистой прибыли в текущем периоде:

$$Rd = \Delta Cap + Div - NP, \quad (8)$$

где ΔCap – изменение балансовой стоимости собственного капитала в текущем периоде,

NP – чистая прибыль отчетного периода.

Действительно, в случае отсутствия действий, связанных с выпуском или выкупом акций, изменение балансовой стоимости собственного капитала ΔCap в точности равно величине реинвестированной прибыли, т.е. разнице между чистой прибылью и выплаченными дивидендами ($NP - Div$). В случае, если компания увеличивает собственный капитал путем выпуска дополнительного количества акций, значение Rd (в данном случае $Rd > 0$) уменьшит величину свободного денежного потока фирмы, отражая тем самым затраты акционеров на приобретение нового выпуска акций. И, наоборот, при выкупе собственных акций отрицательное значение Rd увеличит свободный денежный поток компании на сумму средств, полученных собственниками бизнеса за свои акции. Учитывая соотношение (8), а также то, что $NOPLAT = EBIT(1-t) = NP + \% (1-t)$, окончательно получим:

$$FCFF = NOPLAT - (\Delta Cap + \Delta Debt) - \Delta NA. \quad (9)$$

Сумму собственного капитала (Cap) и процентного долга ($Debt$) можно назвать совокупными средствами инвесторов, поскольку именно данная сумма инвестирована поставщиками финансовых ресурсов в деятельность компании. Следует отметить, что для правильного определения объема вложенных в компанию средств собственный капитал помимо традиционных элементов (уставного капитала, разделенного на обыкновенные и привилегированные акции, нераспределенной прибыли, различных фондов и резервов, а также миноритарного участия в консолидированных подразделениях) должен включать счета, которые в учете классифицируются

как обязательства, но фактически являются капиталом, вложенным в деятельность компании. Такие статьи баланса называют *квасисобственными*. В российских условиях типичным примером такой статьи являются отложенные обязательства по налогу на прибыль. Сумму собственного капитала и квазисобственных статей будем в дальнейшем называть *скорректированным собственным капиталом*. Во всех приведенных выше соотношениях величина Cap соответствовала как раз величине скорректированного собственного капитала.

Для расчета свободного денежного потока можно использовать любое из соотношений (6) и (9). И в том и другом случае при правильном расчете соответствующих параметров должно получиться одно и то же значение. В практике инвестиционных расчетов обычно для оценки $FCFF$ используют соотношение (6), а расчет по формуле (9) позволяет проводить контроль правильности полученных результатов.

Чтобы соответствовать определению денежного потока как сумме средств доступных все категориям поставщиков капитала, применяемая для дисконтирования ставка должна отражать альтернативные издержки всех источников капитала, взвешенных по относительному вкладу каждого в совокупный капитал компании. Указанная процентная ставка известна как *средневзвешенная стоимость капитала (WACC)*.

Таким образом, стоимость основной деятельности компании, равная текущей стоимости свободного денежного потока, дисконтированного по ставке, соответствующей средневзвешенной стоимости капитала, определяется следующим соотношением:

$$PV(CF_o) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}, (10)$$

где $PV(CF_o)$ – стоимость основной деятельности компании,

$FCFF_t$ – величина свободного денежного потока фирмы на конец года t ($FCFF_0$ – значение денежного потока на момент оценки),

WACC – средневзвешенная стоимость капитала компании.

Очевидно, что теоретически безупречная формула (10) обладает существенным недостатком с точки зрения практической оценки. Проблема связана с бесконечным горизонтом прогнозирования денежного потока компании, а, следовательно, и всех результатов ее экономической деятельности. Традиционное решение указанной проблемы заключается в разделении бесконечного временного интервала на два отрезка: определенный прогнозный период и все последующее время. Тогда стоимость основной деятельности будет равна сумме приведенного свободного денежного потока на протяжении прогнозного периода и приведенной стоимости потока по завершении прогнозного периода:

$$PV(CF_o) = \sum_{t=0}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV}{(1+WACC)^n}, \quad (11)$$

где n – длина прогнозного периода,

CV – стоимость основной деятельности по завершении прогнозного периода, которую называют продленной стоимостью.

Для оценки продленной стоимости используются простые формулы, полученные из моделей дисконтирования денежных потоков при упрощающих предположениях. Указанные предположения, как правило, касаются постоянных в бесконечной перспективе темпов роста денежного потока в целом или отдельных его элементов. Например, если предположить, что величина свободного денежного потока будет расти с постоянным темпом g , начиная с последнего момента времени, входящего в прогнозный период, величина CV , как непосредственно следует из известной модели Гордона, будет равна:

$$CV = \frac{FCFF_n(1+g)}{WACC-g}. \quad (12)$$

Более усложненная модель расчета величины продленной стоимости основывается на гипотезе постоянного роста величины $NOPLAT$ с некоторым

темпом g . Если предположить, что покрытие потребностей в оборотном капитале и восстановлении основных средств осуществляется за счет определенной фиксированной доли $NOPLAT$, то продленная стоимость будет определяться следующей зависимостью:

$$CV = \frac{NOPLAT \left(1 - \frac{g}{ROIC} \right)}{WACC - g}, \quad (13)$$

где g – постоянный темп роста операционной прибыли за вычетом скорректированных налогов,

$ROIC$ – рентабельность капитала, инвестированного в основную деятельность компании, $ROIC = \frac{NOPLAT}{IC}$, где инвестированный капитал IC равен сумме операционного оборотного капитала и чистых основных средств.

Можно показать, что величина $\frac{g}{ROIC}$ равна доли операционной прибыли за вычетом скорректированных налогов, которая идет на увеличение капитала, инвестированного в основную деятельность компании. Этот показатель называют нормой реинвестирования $NOPLAT$ (retention ratio).

Денежный поток, приходящийся только на долю владельцев обыкновенных акций компании, как говорилось выше, называется свободным денежным потоком на акционерный капитал ($FCFE$). Для вычисления денежного потока на акционерный капитала достаточно вычесть из свободного денежного потока фирмы процентные платежи, скорректированные на эффективную ставку налога, погашение основной части процентного долга (или прибавить суммы полученных заимствований) и дивиденды по привилегированным акциям:

$$FCFE = FCFE - \% (1-t) + \Delta Debt - Div_{pref}, \quad (14)$$

где $\% (1-t)$ – скорректированные на эффект «налогового щита» процентные платежи,

$\Delta Debt$ – изменение процентного долга компании (положительная величина означает привлечение новых долговых ресурсов, а отрицательная – выплаты по текущим долгам),

Div_{pref} – дивиденды по привилегированным акциям, выплаченные в текущем периоде.

Выражение (14) можно преобразовать, как несложно проверить, к следующему виду:

$$FCFE = (NP + A) - (CapEx + \Delta WC) - (\Delta Debt + Div_{pref}), \quad (15)$$

где NP – чистая прибыль отчетного периода,

A – амортизация основных средств, начисленная в текущем периоде,

$CapEx$ – капитальные затраты на восстановление основных средств,

ΔWC – изменение оборотного капитала (разница между оборотными активами и текущим беспроцентным долгом),

$\Delta Debt$ – изменение величины процентного долга,

Div_{pref} – дивиденды по привилегированным акциям в текущем периоде.

Формула (15) позволяет представить денежный поток на акционерный капитал в развернутом виде, отражающем все элементы, формирующие доход акционеров компании, что позволяет выявлять источники роста стоимости акционерного капитала. Так первое слагаемое в соотношении (15) показывает прибыль, приходящуюся на долю акционеров, которая сумма чистой прибыли и амортизации основных средств, которая является неденежным элементом издержек, и, тем самым, может быть использована в дальнейшем для восстановления основных средств. Второе слагаемое отражает общую сумму инвестиций, которые необходимо совершить компании в текущем периоде. Наконец, последнее слагаемое соответствует величине расходов, связанных с покрытием основной части процентного долга и выплаты дивидендов владельцам привилегированных акций.

Таким образом, соотношение $ЧПД = ЧПД_{\phi} + ЧПД_o + ЧПД_{и}$ можно представить в следующем виде, используя введенные выше обозначения:

$ЧПД_o = NP + A - \Delta WC + \Delta P$, где NP – чистая прибыль, A – амортизация текущего периода, ΔP – изменение резервов и других фондов, а $WC = ДЗ + З - КЗ$ является величиной оборотного (рабочего) капитала.

$ЧПД_{и} = -\Delta FA - \Delta NA + Rd$, где $\Delta FA = \Pi_o - P_{oc}$ – изменение стоимости основных средств вследствие приобретения новых и выбытия старых; $\Delta NA = \Delta НКС + \Pi_{на} + \Pi_{п} - P_{на} - P_{п} - Д_{п}$ – прирост неоперационных активов, поскольку все из перечисленных здесь величин (незавершенное капитальное строительство, нематериальные активы, портфельные инвестиции в непрофильные виды бизнеса) можно отнести к активам, не участвующим в основной деятельности компании; $Rd = P_a - B$ является чистой величиной выпуска акций.

$ЧПД_{\phi} = \Delta Cap' + \Delta Debt - Div$, где $\Delta Cap' = \Pi_c + БФ$ – прирост собственного капитала за счет привлечения средств из внешних источников дополнительного собственного капитала, поступлений безвозмездного целевого финансирования, т.е. $\Delta Cap' = \Delta Cap - NP + Div - \Delta P - Rd$, где ΔCap – общий прирост балансовой стоимости собственного капитала; $\Delta Debt = \Pi_d + \Pi_k - B_d - B_k$ – изменение общей величины процентного долга, а $Div = Д_y$ – выплаченные дивиденды. Складывая полученные выражения для операционного, инвестиционного и финансового потоков, получим:

$$ЧПД = NP + A - \Delta WC + \Delta P - \Delta FA - \Delta NA + Rd + \Delta Cap' + \Delta Debt - Div,$$

Поскольку $\Delta Cap' = \Delta Cap - NP + Div - \Delta P - Rd$, то

$$ЧПД = A - (\Delta FA + \Delta WC) - \Delta NA + \Delta Debt + \Delta Cap.$$

Последнее выражение можно представить следующим образом:

$$ЧПД = (NP + A) - (\Delta FA + \Delta WC) + \Delta Debt + \Delta Cap - \Delta NA.$$

Первое слагаемое соответствует валовому денежному потоку, предназначенному акционерам компании. Второе представляет собой инвестиции, которые необходимо совершить из чистой прибыли и амортизации для покрытия текущих потребностей в оборотном капитале и

восстановления основных средств. Разница между изменением долга (фактически новых долговых заимствований) и приростом неоперационных активов показывает сумму средств, переданную поставщиками заемного капитала компании для осуществления *основной* деятельности. И наконец величина $\Delta \mathcal{C}_{ap}$ представляет размер изменения балансовой стоимости собственного капитала, не вызванного реинвестированием чистой прибыли. Таким образом, очевидно, что в сумме указанные элементы образуют свободный денежный поток на акционерный капитал и численно должны быть равны значению $FCFE$, вычисленному, например, по формуле (14) или (15).

Оценка фундаментальной стоимости акционерного капитала может быть получена как текущая стоимость денежного потока на акционерный капитал. При этом дисконтирование осуществляется по ставке, отражающей альтернативные издержки привлечения акционерного капитала, которую называют стоимостью акционерного капитала. Окончательно, выражение для оценки стоимости акционерного капитала на основе указанного денежного потока будет выглядеть следующим образом:

$$E = \sum_{t=0}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{CV_e}{(1+k_e)^n}, \quad (16)$$

где $FCFE_t$ – денежный поток на акционерный капитал на конец года t ,

k_e – издержки на привлечение средств акционеров,

CV_e – стоимость акционерного капитала на момент завершения прогнозного периода (продленная стоимость акционерного капитала).

При этом определение величины продленной стоимости акционерного капитала осуществляется в рамках подходов, аналогичных методам определения продленной стоимости основной деятельности компании.

Разработанная модель денежных потоков при подготовке к инвестированию в консолидацию бизнес-структур позволит:

- выделить поток денежных средств от операционной деятельности, лежащей в основе оценок стоимости компаний из общего потока денежных средств от хозяйственной деятельности,
- использовать для расчетов доступную инвесторам исходную информацию о компании-мишени,
- согласовать модель оценки стоимости компании, используемую на этапе подготовки к поглощению с моделью управления денежными потоками в фазе интеграции компаний после консолидации.

Последнее из перечисленных свойств предложенной модели оценки стоимости компании, на наш взгляд, существенно для управления компанией после консолидации. Критерий оценки компании на этапе подготовки к консолидации активов компаний должен быть тождественным критерию по которому будут оценивать результаты деятельности компании после ее поглощения. Если тождество критериев не соблюдается, то невозможно сопоставить ожидаемые и фактические результаты инвестирования в поглощения бизнес-структур. Другими словами, если инвесторы, принимая решение об инвестировании, предполагали, что смогут увеличить стоимость компании-мишени, то в процессе интеграции после поглощения им следует управлять этими активами по критерию стоимости бизнес-структуры. Предложенная нами модель оценки стоимости компании может быть использована не только в фазе подготовки к инвестированию для прогнозирования стоимости, но и в фазе интеграции после консолидации для управления стоимостью компании.

2.4. Преобразование баланса для оценки инвестиционной стоимости бизнес-структуры

Расчет стоимости компании, как следует из представленных выше зависимостей, основывается на аналитическом разделении видов деятельности фирмы по критерию их принадлежности к операциям по

производству основного продукта. При формировании свободного денежного потока необходимо учитывать только те активы компании, которые участвуют в основной деятельности. Поскольку в бухгалтерском балансе активы группируются по принципу оборачиваемости, или, другими словами, по характеру переноса своей стоимости на стоимость произведенной продукции, необходимо произвести предварительную перегруппировку статей актива баланса. Основным смыслом подобной перегруппировки заключается в формировании разделов балансов, содержащие либо только операционные, либо только неоперационные активы. Внутри каждого из указанных разделов активы подразделяются согласно традиционному бухгалтерскому принципу на внеоборотные и оборотные. На рис. 2 представлено содержание актива баланса, преобразованного для оценок стоимости компании в фазе подготовки к инвестированию в поглощения.

АТИВЫ

Операционные активы

Внеоборотные операционные активы

Основные средства

Запасы

Оборотные операционные активы

Запасы

Дебиторская задолженность

Доля денежных средств, используемых в основной деятельности, %

Денежные средства, используемые в операционной деятельности

Неоперационные активы

Внеоборотные неоперационные активы

Незавершенное капитальное строительство

Инвестиции в зависимые предприятия

Инвестиции в ценные бумаги

Активы к выбытию

Прочие активы

Оборотные неоперационные активы

Инвестиции в ценные бумаги

Денежные средства

Активы к выбытию

Прочие активы

Рис 2. Структура актива преобразованного баланса.

Дополнительных комментариев требует статья «Денежные средства», которая присутствует как в блоке операционных, так и неоперационных активов. В теории финансового менеджмента считается, что для решения своих операционных задач фирма нуждается в количестве денежных средств, которое, как правило, напрямую связано с объемами продаж фирмы. Остальная часть денежных средств реально не используется в основной деятельности, и поэтому относится к неоперационным активам. Та часть денежных средств, которая относится к неоперационным активам, уменьшает текущую стоимость процентного долга до величины *чистого* долга. Другими словами, Чистый долг (*NetDebt*) равен совокупной стоимости процентного долга минус денежные средства, относящиеся к неоперационным активам компании.

Определенные преобразования необходимо совершить и с разделом пассивов бухгалтерского баланса. В данном случае обязательства следует разделить, как этого требует модель свободного денежного потока, по принципу их платности, а не срочности, как осуществляется в обычном бухгалтерском балансе. Процентный долг и скорректированный собственный капитал (сумма балансовой стоимости собственного капитала, отложенных налоговых обязательств и миноритарного участия в консолидированных компаниях) образуют отдельную статью скорректированного баланса – совокупные средства инвесторов. Источники беспроцентного долга, как долгосрочного, так и краткосрочного, совместно образуют раздел беспроцентного долга. На рис. 3 приведена структура источников финансирования скорректированного баланса.

ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Совокупные средства инвесторов

Процентный долг

Краткосрочный процентный долг

Долгосрочный процентный долг

Скорректированный собственный капитал

Собственный капитал

Миноритарная доля

Отложенные налоговые обязательства

Беспроцентный долг

Краткосрочный беспроцентный долг

Долгосрочный беспроцентный долг

Рис 3. Структура источников финансирования преобразованного баланса.

Представленное преобразование баланса позволяет точно определить, сколько капитала вложено в компанию поставщиками финансовых ресурсов – акционерами и кредиторами, а также, сколько компания, в свою очередь, инвестировала в свой основной бизнес и в прочие непрофильные виды деятельности. Для расчета операционного оборотного капитала достаточно вычесть из величины операционных оборотных активов (находятся в разделе активов скорректированного баланса) размер текущих беспроцентных обязательств (содержатся в разделе источников финансирования скорректированного баланса). Операционный инвестированный капитал, представляющий объем инвестиций в основную деятельность компании, равен сумме операционного оборотного капитала и чистых основных средств. Валовые инвестиции равны сумме чистых инвестиций и начисленной в текущем периоде амортизации основных средств.

Изменение инвестированного капитала в течение периода показывает потребность компании в инвестиционных ресурсах за соответствующий период. Доходы фирмы рассчитываются на основе данных отчета о прибылях и убытках, который в отличие от баланса корректировкам не подвергается. На рис. 4 представлена последовательность расчета свободного денежного потока фирмы.

Операционный инвестированный капитал

Операционный оборотный капитал

Операционные оборотные активы

Текущие беспроцентные обязательства

Чистые основные средства

Амортизация

Чистые инвестиции

Валовые инвестиции

NOPLAT

Операционная прибыль (ЕВIT)

Ставка налога

Налог на прибыль

Прибыль до налогообложения

Валовый денежный поток

Финансовый денежный поток

Свободный денежный поток (FCFF)

Рис. 4 Расчет свободного денежного потока фирмы.

Финансовый денежный поток, отображенный на представленной схеме, представляет собой денежный поток доходов поставщиков финансовых ресурсов компании, рассчитываемый по формуле (7). Как упоминалось, этот поток рассчитывается для проверки правильности расчета свободного денежного потока фирмы.

Предложенное преобразование баланса компании позволяет существенно упростить финансовую отчетность, необходимую для оценок стоимости компаний и представить ее в виде удобном для вычисления элементов денежных потоков.

2.5. Расчет стоимости акционерного капитала при подготовке к инвестированию в консолидацию активов компаний

2.5.1. Расчет стоимости акционерного капитала методом дисконтированного денежного потока

Проведем апробацию предложенной в п. 2.3. модели оценки стоимости поглощаемой бизнес-структуры с использованием дисконтирования денежных потоков на примере оценки стоимости действующей компании.

Разработанная нами последовательность и содержание этапов оценки стоимости компании-мишени при подготовке к инвестированию в консолидацию активов компании представлена в табл. 5.

Расчет инвестиционной стоимости акционерного капитала на примере ОАО «Экспериментально-консервный завод «Лебедянский» (код в Российской Торговой Системе: LEKZ) будем проводить в последовательности, представленной в табл. 7.

Таблица 7

Содержание этапов оценки инвестиционной стоимости акционерного капитала

Наименование этапа	Операции этапов оценки
Расчет стоимости акционерного капитала методом дисконтированного денежного потока	Описание рыночной конъюнктуры
	Корректировка баланса поглощаемой бизнес-структуры
	Расчет свободного денежного потока в прогнозном периоде
	Построение прогнозного отчета о прибылях и убытках
	Построение прогноза бухгалтерского баланса
	Расчет чистого денежного потока
	Расчет средневзвешенной стоимости капитала
	Расчет текущей стоимости акционерного капитала в прогнозном периоде
	Расчет инвестиционной стоимости акционерного капитала
Расчет стоимости акционерного капитала	Расчет мультипликаторов
	Расчет мультипликаторов с применением

сравнительным методом	принципа рандомизации			
	Расчет стоимости акционерного капитала с применением рандомизации			
Построение интегральной оценки стоимости поглощаемой структуры	интегральной стоимости бизнес-	Интегральная оценка стоимости акционерного капитала поглощаемой	оценка	стоимости
		Интегральная оценка стоимости акций компании-мишени	стоимости	акций

Из табл. 7 следует, что оценка осуществляется с использованием рассмотренных в п.2.2. доходного, рыночного и затратного (бухгалтерского) подходов.

ОАО «Лебедянский» по оценке многих экспертов является лидером среди производителей соков и детского питания на российском рынке. В 2005 г. доля компании на рынке соков в стоимостном выражении составила 31,1%. Производственные мощности компании расположены в одном регионе – Липецкой области Центрально-Черноземного района страны, что дает компании преимущество в связи с близостью к сырьевой базе. Кроме того, размещение предприятий в одном регионе позволяет сократить транзакционные издержки и сэкономить на масштабах производства. Но с другой стороны, локализация производства увеличивает транспортные расходы по доставке продукции в более отдаленные регионы, что сокращает возможности компании по широкомасштабной экспансии. Потенциал роста рынка существует, т.к. среднедушевое потребление соков в России остается невысоким. Так, в 2005 г. среднедушевое потребление соков составило 15,5 л, в то время как в США этот показатель достигает 60 л в год на человека, в странах Западной Европы – 30 л. Потребление соков будет увеличиваться за счет регионов, где среднедушевой показатель потребления составляет 10 л в год. Естественно, что постепенно рынок будет насыщаться, но по прогнозам экспертов его объем к 2010 году составит не менее 20 л. на человека в год. Рыночная доля ОАО «Лебедянский» стабильна в течение последних лет и составляет порядка 30% как в натуральном, так и денежном выражении.

Исходной базой расчетов является финансовая отчетность компании за период с 2002 по 2004 г. включительно. Таким образом, расчет стоимости акционерного капитала проводится на конец 2004 года (с учетом реального выхода финансовой отчетности – на середину 2005 года). В Приложении 2 представлены «Отчеты о прибылях и убытках» за указанный период, а «Бухгалтерский баланс» в Приложении 3.

Для расчета денежных потоков в прогнозном периоде необходимо построить соответственно прогнозные отчеты о прибылях и убытках и баланс. Затем, проведя корректировку баланса по предложенной в п. 2.4. схеме, определить величину свободного денежного потока компании на каждый момент внутри прогнозного периода. В качестве прогнозного периода в данном случае можно взять временной отрезок до 2010 года включительно, поскольку на указанную перспективу существуют достаточно надежные прогнозы объема рынка соков в России. В проводимых расчетах будем исходить из того, что к 2015 году объем продаж соков на российском рынке составит 3000 млн.литров в год, что соответствует ситуации полного насыщения рынка. Динамика рынка за предыдущие годы представлена в табл. 8.

Таблица 8

Динамика рынка соков за 2000-2004 г.г.

Год	2000	2001	2002	2003	2004
Объем рынка, млн.литров	540	1 000	1 482	1 778	2 027
Доля ОАО «Лебедянский», %	28%	28%	28,34%	26,88%	28,32%

В случае, когда известна потенциальная емкость рынка для прогнозирования дальнейшей динамики объема продаж удобно моделировать указанную динамику с помощью логистической кривой [39], которая отражает эффект роста рынка до определенного уровня с последующей стабилизацией на данном уровне. Аналитически логистическая кривая, как известно, определяется следующим соотношением:[35]

$$Q(t) = \frac{K}{1 + d \exp(-at)}, \quad (17)$$

где $Q(t)$ – объем продаж на всем рынке в момент времени t ,

K , d и a – параметры модели.

Несмотря на то, что параметры логистической модели могут быть определены с помощью регрессионного анализа по историческим данным, более обоснованным выглядит их использование с учетом того *экономического* смысла, который они в себе содержат. Коэффициент K соответствует максимальной емкости рынка (в нашем конкретном случае $K = 3000$ – прогнозная емкость рынка). Параметр d равен относительному потенциалу роста рынка в начальный (нулевой) момент времени, т.е.

$d = \frac{K - Q_0}{Q_0}$, где Q_0 – начальный объем рынка (в данном случае $Q_0 = 540$ – объем

рынка в 2000 году, а $d = \frac{3000 - 540}{540} = 4,56$). Коэффициент a определяет степень

кривизны соответствующего графика и численно может быть определен как средний темп роста объема рынка в течение первых нескольких лет. В рассматриваемом случае такой темп роста составил 0,51. Используя полученные значения коэффициентов логистической кривой можно построить прогноз динамики объемов рынка соков. Предположив, что доля ОАО «Лебедянский» будет составлять 30% на протяжении всего прогнозного периода, рассчитаем и объемы продаж компании в натуральных единицах (млн.л) на каждый год. Прогноз в графическом виде представлен на рис. 5.

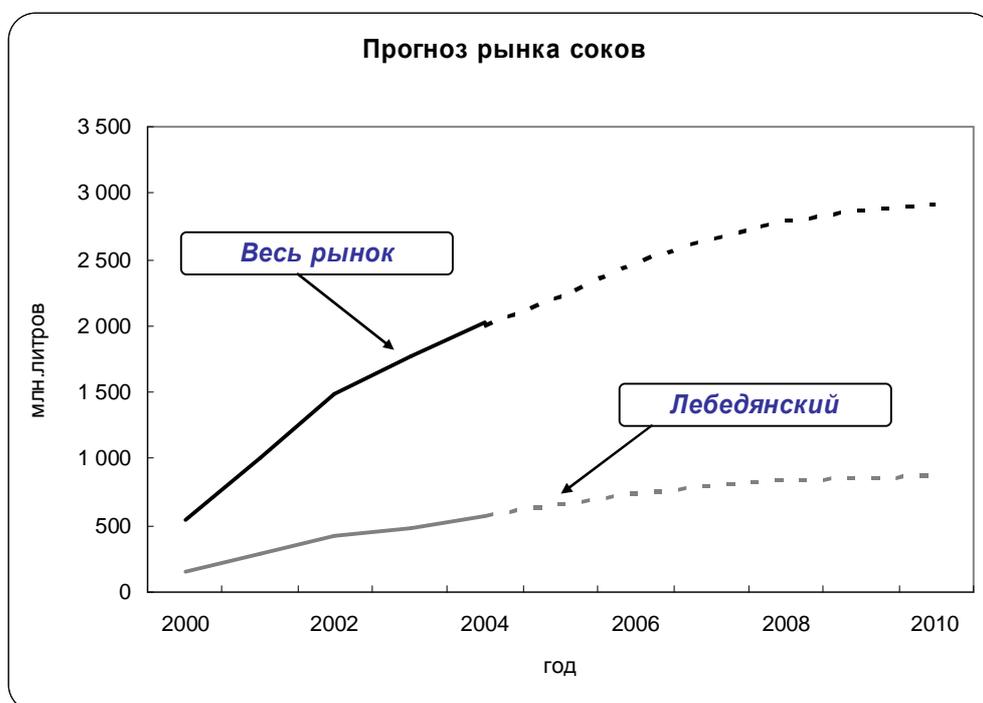


Рис. 5 Прогноз российского рынка соков и динамики продаж АО «Лебедянский».

Как видно из рис. 5, логистическое продолжение реальных объемов продаж компании достаточно адекватно вписывается в общую картину динамики рынка. Для прогнозирования выручки компании от продажи соков предположим, что цены на производимую продукцию будут расти с темпом 10% в год в течение прогнозного периода. Такой прогноз изменения цен, на наш взгляд, достаточно консервативен, поскольку соответствующая величина роста цен ниже темпов инфляции. Однако такое предположение может помочь компенсировать падение выручки вследствие падения доли Лебедянского на рынке соков.

График прогноза выручки от продажи соков представлен на рис 6.

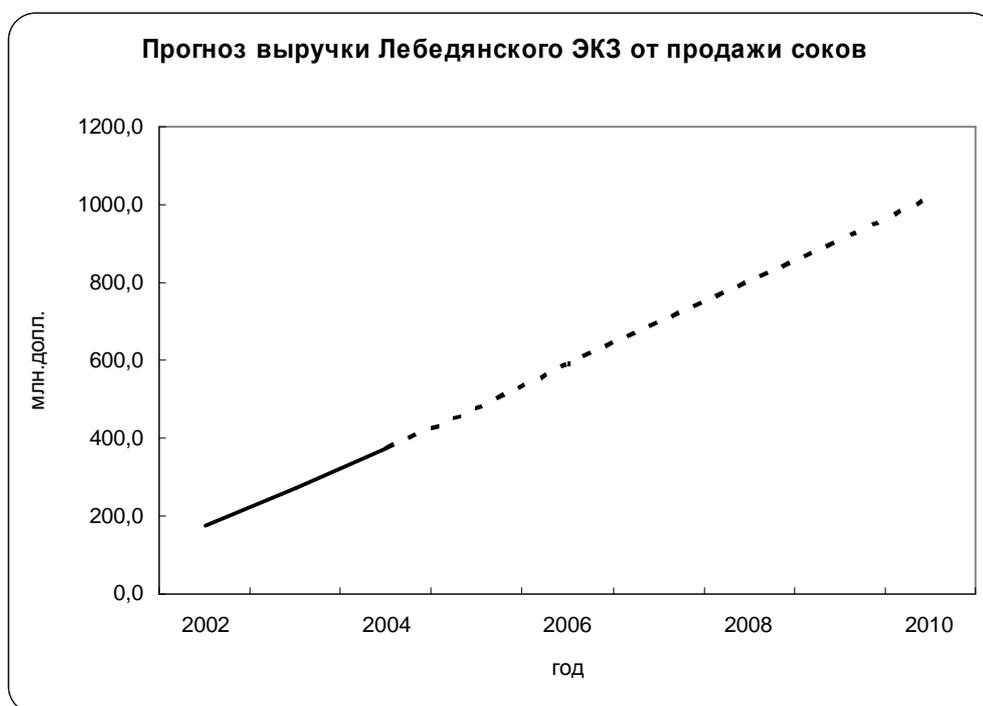


Рис.6 Динамика выручки от продажи соков в течение прогнозного периода.

Как видно из рисунка, согласно построенной модели динамики рынка соков рост выручки ОАО «Лебедянский» носит стабильный характер на протяжении всего прогнозного периода.

Учитывая полученные результаты, можно перейти к построению прогнозного отчета о прибылях и убытках на период с 2005 по 2010 год. Для определения различных статей отчета сделаем ряд предположений.

1. Доля доходов от продаж соков в общей выручке компании будет составлять 90% (текущее значение) на протяжении всего прогнозного периода.
2. Доля себестоимости продукции в выручке будет составлять текущее значение (на 2004 год), равное 59%.
3. Общая величина расходов на реализацию, коммерческих и административных, а также прочих операционных расходов будет сокращать среднюю долю от выручки, наблюдавшуюся за последние годы – 18%.
4. Все неоперационные расходы будут соответствовать среднему уровню за последние годы.

5. Эффективную ставку налога на прибыль примем на уровне 24%.

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, сформированный на основе сделанных предположений и прогнозов выручки от продажи соков – основной продукции ОАО «Лебедянский», представлен в табл. 9.

Таблица 9

Прогноз отчета о прибылях и убытках на 2005-2010 г.г.

<i>в млн.долл. США</i>		2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Выручка	от реализации	532	654	773	891	1 009	1 129
Себестоимость	реализованной	311	383	453	521	590	661
Валовая прибыль от реализации		221	271	321	370	419	469
Расходы на реализацию		72	89	105	121	137	153
Коммерческие	и	24	30	35	40	46	51
административные расходы							
Прибыль от операционной	деятельности	125	153	181	209	236	264
Обесценение деловой репутации		0	0	0	0	0	0
Процентные расходы		1	1	1	1	1	1
Расходы/(доходы)	от	3	3	3	3	3	3
инвестиционной деятельности							
Прибыль до налогообложения		121	149	177	205	232	260
Налог на прибыль		29	36	42	49	56	62
Прибыль	после	92	113	135	155	176	198
налогообложения							
Чистая прибыль за год		92	113	135	155	176	198

Прогноз бухгалтерского баланса строится, как правило, основываясь на заявлениях компании о планах капитальных вложениях и предположениях о постоянстве или стремлении к постоянным (усредненным) показателям оборачиваемости основных статей баланса: запасов и дебиторской задолженности со стороны активов, и кредиторской задолженности со стороны пассивов. Если предположить в данном случае оборачиваемость запасов ОАО «Лебедянский» составит 60 дней, а дебиторской и кредиторской задолженности – 50 и 51 дней соответственно, то можно получить прогноз баланса, как это представлено в Приложении 4.

Для определения объема средств, инвестированных в основную деятельность предприятия, скорректируем прогнозный баланс по схеме предложенной в п. 2.4. При этом, будем предполагать, что для

осуществления основной деятельности компании необходимы денежные средства в размере 2% от выручки за соответствующий период времени. Скорректированный баланс представлен в Приложении 5.

Из приложения 4 и 5 видно, что в обоих случаях суммарные значения стоимости активов и пассивов одинаковые, но второе, скорректированное, представление баланса позволяет непосредственно определить инвестированный капитал как сумму операционного оборотного капитала и чистых основных средств.

В Приложении 6 представлен расчет свободного денежного потока фирмы за период с 2003 по 2010 г.г. Доходная часть расчетов основана на исторических и прогнозных отчетах о прибылях и убытках.

Финансовый поток	денежный	6	5	58	57	113	138	158	176
Свободный поток (FCFF)	денежный	6	1	59	57	113	138	158	176

Величина финансового денежного потока, рассчитанная по формуле (7), приведена для сверки значений свободного денежного потока. Как отмечалось выше, в случае правильного разделения активов и обязательств компании и учета данного разделения в соответствующих соотношениях, размер финансового и свободного денежного потоков должен быть одинаковым. Свободный денежный поток, который будет использоваться в расчетах стоимости акционерного капитала ОАО «Лебедянский» (т.е. денежный поток с 2004 года включительно) в представленной таблице дополнительно выделен на сером фоне. Свободный денежный поток и его изменение в графическом виде представлены на рис. 7.

Следующим шагом, позволяющим перейти непосредственно к расчету стоимости компании, а также оценке ряда важных показателей, характеризующих экономическую деятельность компании, является расчет средневзвешенной стоимости затрат на капитал (WACC).

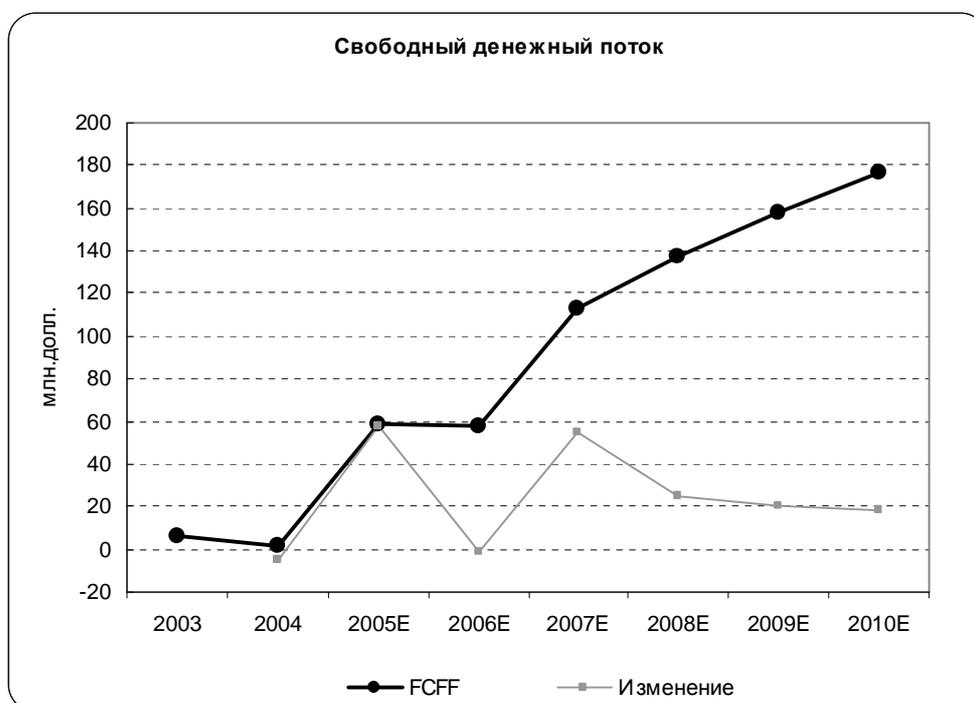


Рис 7. Динамика изменения денежного свободного денежного потока ОАО «Лебедянский».

Стоимость привлечения акционерного капитала может быть получена методом кумулятивного построения, который заключается в последовательном наращивании некоторой безрисковой ставки с целью учета разнообразных рисков, возникающих при инвестировании в акции ОАО «Лебедянский». В качестве безрисковой ставки традиционно рассматривают ставку по государственным облигациям Россия-30, которая на момент оценки составляла порядка 7%. В качестве премии за риск инвестирования в российский рынок акций по оценкам различных экспертов целесообразно к безрисковой ставке добавить спрэд (премию за риск) 5%. Дополнительный риск, связанный с относительно низкой ликвидностью акций рассматриваемого эмитента, оценим на уровне 2%. Таким образом, издержки на привлечение средств акционеров у ОАО «Лебедянский» составляет 14%. Доля собственного капитала в совокупном объеме средств инвесторов, как это следует из скорректированного баланса компании, составляет 81,7%. Соответственно, доля заемных средств – 18,3%. В течение последних лет стоимость привлечения заемного финансирования для ОАО «Лебедянский» неуклонно снижалась с уровня 13% (по кредиту, полученному у Сбербанка)

до 6,5% (по кредиту Альфа-Банка). В среднем издержки на привлечение кредитов можно принять на уровне 9%. Тогда средневзвешенные затраты на капитал составят величину 13% ($14\% \cdot 0,817 + 9\% \cdot 0,183$). При этом, учитывая относительное постоянство объема заемного финансирования в структуре источников и снижающиеся издержки на его привлечения, можно предположить, что средневзвешенная стоимость капитала ОАО «Лебедянский» будет снижаться в течение прогнозного периода с 13 до 11 процентов.

Расчет текущей стоимости основной деятельности компании в прогнозном периоде представлен в Приложении 1. Из расчетов следует, что текущая стоимость основной деятельности ОАО «Лебедянский» составляет 456 млн.долл. Для расчета продленной стоимости предположим, что в бессрочной перспективе свободный денежный поток компании будет расти с постоянными темпами, составляющими 3%. Тогда продленная стоимость, полученная согласно формуле (12) будет равна:

$$CV = \frac{176,2 \cdot (1+3\%)}{11\% - 3\%} = 2268,6 \text{ млн.долл.}$$

Дисконтированная величина продленной стоимости, соответственно, равна 1213,2 млн.долл. Учитывая стоимость неоперационных активов, отраженную в скорректированном балансе, получим, что стоимость ОАО «Лебедянский» как единого целого составляет **1666 млн. долл.** стоимость чистого долга, т.е. разницы между текущим процентным долгом и денежными средствами, не задействованным в основной деятельности, составляет 34 млн. долл. Таким образом, фундаментальная стоимость акционерного капитала равна **1632 млн.долл.** В настоящее время в обращении находится 20 411 300 обыкновенных акций. Следовательно, фундаментальная стоимость одной акции составляет **80,00 долл.** Для иллюстрации адекватности представленной модели оценки акционерного капитала представим график (Рис. 8) изменения стоимости акций ОАО «Лебедянский» за период с середины 2005 года по октябрь 2006 года.

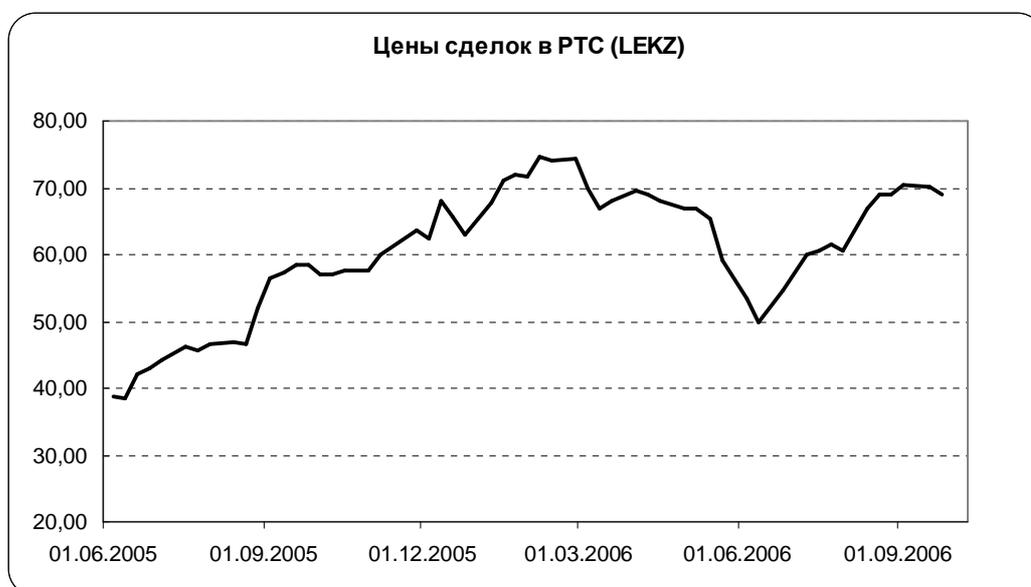


Рис. 8 Цены сделок по акциям ОАО «Лебедянский».

Как видно из рис. 8, участники рынка согласованно определили фундаментальную недооцененность акций рассматриваемой компании в момент выхода финансовой отчетности за 2004 год, вследствие чего произошел достаточно существенный рост курсовой стоимости до уровней, определяемых полученной справедливой оценкой.

2.5.2. Расчет стоимости акционерного капитала сравнительным методом

Кроме модели дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости акционерного капитала, как было отмечено в п. 2.2. можно использовать рыночный метод (**сравнительный** или метод рыночных мультипликаторов). В своей традиционной постановке данный метод основывается на экономическом законе, согласно которому стоимость активов, имеющих одинаковые или схожие характеристики, должна также быть одинаковой.

В рамках сравнительного метода стоимость компании определяется как взвешенная стоимость по различным рыночным показателям, или *мультипликаторам*, оценки. Под мультипликатором понимают отношение капитализации компании к определенному финансовому или

производственному показателю этой компании. В свою очередь рыночные мультипликаторы определяются как взвешенные значения соответствующих мультипликаторов специально отобранных компаний, являющихся эталонами оценки. В условиях отсутствия точной числовой информации о значении весовых коэффициентов можно использовать принцип рандомизации как основную модель учета подобной неопределенности. Принцип «рандомизации неопределенности» состоит в следующем: если имеет место неопределенность выбора объекта из исходного множества, предлагается моделировать неопределенный выбор при помощи случайного (рандомизированного) выбора элементов из указанного множества. При таком подходе, стохастической моделью неопределенности становится случайный объект, задаваемый некоторым вероятностным распределением на подмножестве исходного множества. Тогда различные значения тех или иных весовых коэффициентов, полученные в результате проведения процедуры рандомизации, будут отражать различный вклад соответствующих эталонных компаний или методов оценки [33,34].

Помимо точечной оценки стоимости с помощью принципа рандомизации можно получать интервальные оценки инвестиционной стоимости акционерного капитала, отражающие возможные изменения цены акций, или, другими словами, являются мерой риска, связанного с инвестированием в акции анализируемой компании.

Приведем пример оценки инвестиционной стоимости акционерного капитала ОАО «Лебедянский» на основе сравнительного метода с использованием принципа рандомизации для моделирования выбора соответствующих весовых коэффициентов.

Показатели, используемые при оценке стоимости акционерного капитала, приведены в табл. 10.

Таблица 10

Показатели сравнительной оценки.		
Название	Обозначение мультипликато ра	Ед.измерения
Чистая прибыль	P/E	млн.долл.
Выручка	P/S	млн.долл.
Балансовая стоимость	P/BV	млн.долл.

Таким образом, мультипликаторы строятся на основе показателей чистой прибыли, выручки компании и балансовой стоимости собственного капитала. В качестве эталонных компаний были выбраны четыре компании. Три иностранных производителя соков, а также российская компания «Вимм-Билль-Данн», являющаяся одним из основных конкурентов ОАО «Лебедянский». Характеристики эталонных компаний представлены в табл. 11. В целях согласования оценок акционерного капитала, получаемых различными методами, все данные компаний соответствуют 2004 году. В табл. 12 приведены необходимые для оценки характеристики оцениваемой компании – ОАО «Лебедянский».

Таблица 11

Эталонные компании и их мультипликаторы.

Название	Страна	P/E	P/S	P/BV
BRITANNIA INDS	Индия	24,12	1,77	6,25
CENTRALE LAITIER	Марокко	20,59	1,79	4,44
NESTLE INDIA	Индия	33,49	3,79	26,41
Вимм-Билль-Данн	Россия	32,18	0,62	1,99

Таблица 12

Показатели ОАО «Лебедянский».

	Кол-во акций	Чистая прибыль	Выручка	Балансовая стоимость
Лебедянский ЭКЗ	20 411 300	53,00	376,00	120,00

Предположим сначала, что мы не располагаем какой-либо дополнительной информацией о приоритете одних показателей оценки над другими. В данном случае рыночные мультипликаторы определяются как средневзвешенные значения мультипликаторов эталонных компаний. Оценка стоимости акционерного капитала, в свою очередь, равна средневзвешенной величине из оценок, полученной различными методами. Соответствующие ценовые интервалы, возникающие вследствие полной неопределенности выбора приоритетов, отражают, как было сказано, риск возможного изменения стоимости акционерного капитала в ту или иную сторону. Средние значения рыночных мультипликаторов эталонных компаний приведены в табл. 13.

Таблица 13

Средние значения рыночных мультипликаторов.

	P/E	P/S	P/BV
Среднее значение	27,60	1,99	9,77
Стандартное отклонение	2,47	0,52	4,43
Нижняя граница	25,13	1,47	5,34
Верхняя граница	30,06	2,51	14,21

Используя полученные значения рыночных мультипликаторов, можно оценить стоимость акционерного капитала ОАО «Лебедянский» по отдельным показателям, а затем свернуть эти оценки в общую сводную оценку. Поскольку весовые коэффициенты методов оценки в данном случае одинаковые, указанная сводная оценка равна средневзвешенной по отдельным частным оценкам. Соответствующие расчеты стоимости

акционерного капитала ОАО «Лебедянский» сравнительным методом приведены в табл. 14.

Таблица 14

Оценка стоимости акционерного капитала ОАО «Лебедянский»

Показатель оценки	Оценка акционерного капитала млн.долл.	Вес показателя в сводной оценке
Чистая прибыль	1 462,54	33,33%
Выручка	749,18	33,33%
Балансовая стоимость	1 172,70	33,33%
Среднее значение	1 128,14	
Стандартное отклонение	281,22	
Нижняя оценка	846,92	
Верхняя оценка	1 409,36	

Зная количество выпущенных обыкновенных акций и учитывая полученные оценки справедливой стоимости акционерного капитала, можно определить справедливую стоимость акции. Результаты оценки стоимости обыкновенных акций ОАО «Лебедянский» представлены в табл. 15.

Таблица 15

Оценка обыкновенных акций ОАО «Лебедянский» сравнительным методом

Среднее значение	55,27
Нижняя оценка	41,49
Верхняя оценка	69,05

Таким образом, в рамках данного метода справедливая стоимость одной обыкновенной акции составляет **52,27** долл. Расхождение полученной оценки с оценкой, рассчитанной на основе метода дисконтированных денежных потоков (п .2.5.1), можно объяснить, в частности, тем, что показатели оценки, обладающие совершенно разным характером влияния на изменение стоимости акционерного капитала, учитывались в сводной оценки на равноправной основе. Для уточнения сравнительной оценки необходимо установить приоритет тех показателей, которые более тесным образом

связаны с изменением акционерного капитала, как более высокий. Тем самым, в процессе проведения процедуры рандомизации, указанные показатели получают больший вес, и сводная оценка станет более адекватной.

В силу вышесказанного можно предположить, что показатели, основанные на чистой прибыли и балансовой стоимости акционерного капитала по своему экономическому содержанию оказывают большее воздействие на изменение стоимости акционерного капитала, нежели показатели, основанные на выручке. Действительно, из выручки после вычитания соответствующих расходов осуществляются выплаты по кредитам. Тем самым, оценки стоимости акционерного капитала компаний, имеющих различную долю долгового финансирования в структуре капитала, будут искажены этими различиями.

Таким образом, систему предпочтений показателей в данном случае можно условно отразить следующей зависимостью: $P/BV = P/E \cdot P/S$. В процессе проведения процедуры рандомизации осуществляется отбор только тех весовых коэффициентов, которые удовлетворяют указанной системе предпочтений. Статистические характеристики данных весовых коэффициентов среднее, стандартное и ковариационное рассчитываются по полученной выборке. Расчет среднего значения акционерного капитала с учетом ранжирования мультипликаторов представлены в табл. 16

Таблица 16

Оценка акционерного капитала ОАО «Лебедянский» с учетом различного вклада показателей.

Показатель оценки	Оценка акционерного капитала млн.долл.	Вес показателя в сводной оценке
Чистая прибыль	1 462,54	44,67%
Выручка	749,18	10,66%
Балансовая стоимость	1 172,70	44,67%

Среднее значение	1 256,99
Стандартное отклонение	281,47
<i>Нижняя оценка</i>	<i>975,51</i>
<i>Верхняя оценка</i>	<i>1 538,46</i>

Как видно из табл. 16, весовые коэффициенты показателей, основанных на чистой прибыли и балансовой стоимости, составляют 44,64% каждый, существенно выше весового коэффициента показателя, построенного на выручке компании. Тем самым, изменившаяся сводная оценка более адекватно отражает справедливую стоимость акционерного капитала ОАО «Лебедянский». В табл. 17 представлены рассчитанные значения стоимости и интервалы возможного изменения обыкновенных акций компании.

Таблица 17

Оценка акций ОАО «Лебедянский» сравнительным методом с учетом различного вклада показателей

Среднее значение	61,58
Нижняя оценка	47,79
Верхняя оценка	75,37

В рамках скорректированного сравнительного метода справедливая стоимость одной обыкновенной акции составляет **61,58 долл.**, что ближе к оценке, полученной методом дисконтированных денежных потоков.

Используя различные методы оценки, в результате было получено три возможных значения фундаментальной стоимости акционерного капитала анализируемой компании. С одной стороны, возникает естественное желание определить в некотором смысле усредненное значение справедливой стоимости, которое включало бы все полученные ранее результаты. С другой стороны, очевидно, что в общем случае различные методы оценки обладают разной адекватностью, в силу ограничивающих их предпосылок, сделанных в явной или неявной форме. Например, в случае оценки стоимости акций ОАО «Лебедянский» метод рыночных мультипликаторов, в котором не учитывалась относительная значимость различных показателей оценки, явно

должен иметь наименьший приоритет среди рассмотренных методов оценки в единой, или *интегральной*, оценки стоимости капитала компании. В данном случае для определения весовых коэффициентов, с которыми будут входить оценки, полученные по отдельным методам, в интегральную оценку стоимости можно также использовать принцип рандомизации. В данном случае входными параметрами модели являются значения как самих оценок по различным методам, так и их точности, измеряемой стандартным отклонением. Статистические характеристики весовых коэффициентов, в свою очередь, используются для построения единой интегральной оценки. Результаты расчетов интегральной оценки стоимости акционерного капитала и самих акций приведены соответственно в табл. 18 и 19.

Таблица 18

Интегральная оценка акционерного капитала ОАО «Лебедянский»

Методы оценки (в порядке возрастания приоритета)	Оценка акционерного капитала (млн.долл.)	Точность оценки (млн.долл.)	Вес метода в интегральной оценке
Метод дисконтированных денежных потоков	1 666,47	-	62,12%
Сравнительный метод с учетом неоднородности факторов оценки	1 252,92	254,99	27,77%
Сравнительный метод	1 128,14	281,22	10,12%

Интегральная оценка акционерного капитала, млн.долл.

Среднее значение	1 476,39
Стандартное отклонение	103,49
Нижняя оценка	1 372,90
Верхняя оценка	1 579,88

Таблица 19

Интегральная оценка стоимости акций ОАО «Лебедянский»

Среднее значение	72,33
Нижняя оценка	67,26
Верхняя оценка	77,40

Таким образом, в результате проведенной процедуры оценки можно сказать, что фундаментальная стоимость акций ОАО «Лебедянский»

соответствует оценке **72,33** долл. Однако, при этом риски, связанные с возможной потерей доли российского рынка ввиду указанных ранее причин, могут не позволить достичь справедливой оценки. При пессимистическом сценарии развития событий, который неявно заложен в котировки некоторых участников рынка, отражающихся, прежде всего, в сравнительной оценке компании, котировки компании могут лишь достичь уровня 67,26 долл.

В качестве заключительного комментария к предложенному методу интегральной оценки стоимости поглощаемой бизнес-структуры следует заметить, что значением точности обладают лишь оценки, полученные в рамках сравнительного метода. Оценка, рассчитанная по методу дисконтированных денежных потоков, такого показателя не имеет в силу самого алгоритма метода. Тем не менее, можно предложить различные варианты, связанные с расчетом справедливой стоимости методом дисконтированных денежных потоков, приводящие к многовариантности соответствующих оценок. Например, изменяя значение средневзвешенной цены капитала в некотором диапазоне, отражающем возможность изменения соответствующих процентных ставок в будущем, получим целый набор оценок акционерного капитала компании для каждой из указанных ставок. Стандартное отклонение такого ряда можно рассматривать как точность оценки, полученной с помощью метода дисконтированных денежных потоков.

Используя предложенные методы оценки стоимости акционерного капитала можно на этапе подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний вычислить потенциальную стоимость голосующих акций компаний-мишеней и сравнивая их с текущей рыночной стоимостью этих компаний обосновывать решения по инвестированию в консолидацию.

3. Планирование инвестирования в консолидацию активов компаний

3.1. Разработка структуры и содержания этапов подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний

Этап планирования инвестиционной деятельности в консолидацию активов компаний, на наш взгляд, недостаточно полно разработан в литературе по слияниям и поглощениям, особенно применительно к российской специфике. Анализ публикаций в специализированных журналах по проблемам инвестиций в консолидацию бизнес-структур позволил выделить несколько работ [10,11,25,27], освящающих подробно этап планирования консолидации. При этом в таких работах, основное внимание уделяется процедурам «дью дилидженс», в то время как процесс планирования инвестирования в консолидацию бизнес-структур технологически более сложная процедура.

Нам представляется, что на этапе планирования инвестиций в консолидацию активов компаний должны быть решены следующие основные задачи:

- выявлена целесообразность инвестирования в поглощения;
- определены сроки, в течение которых будут реализованы выгоды от инвестирования в консолидацию активов компаний;
- координированы и синхронизированы действия участников процесса по инвестированию в поглощения;
- выявлены риски инвестирования и способов их компенсации;
- установлены полномочия и ответственность для менеджеров, реализующих инвестиционный процесс;

Результаты поглощения для инвестирующей компании во многом определяется тем, насколько реалистично и ответственно подготовлен план операций инвестирования в консолидацию целевой бизнес-структуры. Стоит отметить, что большинство неудавшихся инвестиционных проектов, связанных с поглощениями компаний или активов, произошло из-за ошибок

в предварительном планировании инвестиционных процедур менеджментом компаний. Самыми громкими из провалившихся поглощений на западе стоит считать поглощение Time Warner компанией America On-Line в 2001 году. Через год объединенная компания AOL Time Warner сообщила о беспрецедентных убытках за I квартал 2002 г. в размере \$54 млн. С момента консолидации и объединения активов положение нового гиганта на рынках услуг Интернета и телевизионной индустрии постоянно ухудшалось. В 2005 году убытки AOL составляли 1,37 млрд. долларов. Основной причиной столь масштабного неудавшегося поглощения можно назвать страсть руководителей AOL к масштабам. Это выражалось в покупке активов, зачастую малосвязанных с основным видом деятельности низким уровнем подготовки инвестиционного процесса.

В России стоит отметить неудавшееся поглощение «Сибнефти» «Юкосом» в 2003 году. Неудачи «Юкоса» стали следствием неадекватного планирования данного инвестиционного проекта без учета российской специфики и политических рисков западным менеджментом и основными акционерами компании «Юкос» - группой «Менатеп».

Сделки по инвестированию в консолидацию бизнес-структур должны быть проведены оперативно и согласно утвержденному графику. Чтобы исключить ошибки в условиях дефицита времени, инвестирование в консолидацию активов компаний должно быть хорошо спланировано. Когда информация о предстоящем поглощении проникнет на рынок, цена объекта поглощения может начать расти, так как выгоду от поглощения стремятся получить и другие субъекты рынка. Большинство исследований, посвященных влиянию подготовительного этапа инвестиций в консолидацию бизнес-структур на стоимость, как объекта поглощения, так и поглощающей компании показали, что стоимость объекта поглощения значительно увеличивается и, акционеры компании-мишени получают повышенную доходность не только во время объявления о консолидации, но и в течение нескольких недель после него. Для того, чтобы компания-

инвестор получила выигрыш от поглощения, необходимо ответственно планировать все операции по инвестированию в консолидацию активов компании и провести их быстро.

Основной целью планирования инвестиционной деятельности, реализуемой через консолидацию бизнес-структур, является обеспечение координации и синхронизации действий менеджеров, обеспечивающих поглощение, а также определение экономической эффективности конкретного инвестиционного проекта.

При подготовке к инвестированию в России следует учитывать следующее:

- масштабное инвестирование в консолидацию бизнес-структур в большинстве случаев осуществляется не по критериям экономической эффективности, а вследствие политических целей и стратегий крупных собственников. Примерами такого инвестирования могут являться любые процессы поглощения бизнес-структур инициированные ведущими «олигархическими» корпорациями, такими как: Альфа-групп, Ренова, Базовый Элемент, Миллхаусс Кэпитал и другими.
- при консолидации целевых бизнес-структур используются неправовые методы захвата собственности с использованием административного ресурса, правоохранительных органов и т.д. Примером таких «враждебных» консолидаций являются: попытка рейдерского захвата крупного пакета акций ОАО «Михайловский ГОК», враждебное поглощение ОАО «Смолмясо» и т.д.
- государство, как самый крупный инвестор и игрок на рынке консолидации активов компаний реализует свои интересы в самых уникальных, рентабельных и стратегически важных отраслях экономики (электроэнергетика, топливно-энергетический комплекс, металлургия, автомобилестроение). Примером может являться: получение контроля более чем в 75% голосующих акций в таких

предприятиях как ОАО «Роснефть», ОАО «Автоваз», ОАО «ВСМПО-Ависма».

Подготовка инвестирования в консолидацию бизнес-структур, на наш взгляд, должна включать следующие основные этапы:

- разработка стратегии компании-инвестора,
- отбор кандидатов на инвестирование в консолидацию активов компаний,
- разработка программы интеграции активов после консолидации,
- обеспечение инвестирования в консолидацию активов компаний.

В разработанной нами табл. 20 представлена структура и основное содержание этапов и операций по подготовке к инвестированию в консолидацию активов компаний.

Таблица 20

Структура и содержание этапов и операций подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний

<p>Наименование этапа подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний</p>	<p>Наименование элемента этапа подготовки</p>	<p>Основное содержание операций подготовки к инвестированию в консолидацию активов</p>
<p>1. Разработка стратегии преобразований компании-инвестора</p>	<p>1.1. Формирование целей компании-инвестора</p>	<p>- формирование стратегических целей компании-инвестора, - анализ потенциальных возможностей реализации целей, - разработка инвестиционных, операционных и финансовых целей компании.</p>

	1.2. Выбор стратегии компании-покупателя	<ul style="list-style-type: none"> - анализ потенциальных стратегий (портфельная, интеграционная, финансового холдинга и др.), - выбор стратегии компании-покупателя, - формализация стратегии системой показателей оценки деятельности компании-инвестора
2. Оценка и отбор кандидатов на инвестирование	2.1. Формирование показателей отбора и оценки компаний-мишеней	<ul style="list-style-type: none"> - установление степени соответствия целей консолидации стратегическим целям компании-покупателя, - разработка показателей оценки эффекта от консолидации (экономия на издержках, эффект синергии и др.), - определение перечня информации о компании-мишени, необходимой для оценки эффекта от консолидации.
	2.2. Формирование перечня кандидатов на консолидацию	<ul style="list-style-type: none"> - разработка критериев отсева кандидатов на инвестирование (размер, местоположение, финансовое и общее состояние, сопротивлению консолидации и др.), - подготовка всей доступной информации о кандидатах на поглощение, - отбор кандидатов на поглощение
	2.3. Оценка целесообразности	<ul style="list-style-type: none"> - оценка потенциальной и фактической стоимости компании-

	инвестирования при консолидации	мишени, - оценка ожидаемой стоимости объединенной компании после консолидации, - оценка предельной цены и эффекта после консолидации активов
3. Разработка программы интеграции активов после консолидации	3.1. Разработка стратегии интеграции после консолидации	- совмещение стратегии компании-инвестора и стратегии интеграции, - реструктуризация архитектуры интегрированной бизнес-структуры, - перепроектирование процессов и стыковка работ
	3.2. Выбор показателей оценки и контроля результатов интеграции после консолидации	- совмещение показателей стратегии компании-покупателя и показателей оценки результатов интеграции, - формирование индикаторов мониторинга процессов интеграции, - установление регламентов контроля и процессов интеграции, - планирование операционной, инвестиционной и финансовой деятельности после интеграции, - планирование рисков и способов их компенсации
4. Обеспечение инвестирования в консолидацию	4.1. Ресурсное обеспечение консолидации	- кадровое обеспечение инвестирования в поглощения, - информационное обеспечение инвестирования, - финансовое обеспечение инвестирования

	<p>4.2. Организационно-правовое обеспечение интеграции</p>	<p>- обеспечение инвестирования разрешительными документами (лицензии, свидетельства и др.), - обеспечение инвестирования нормативной документацией (планы, сметы, штатные расписания, инструкции и др.), - обеспечение интеграции средствами противостояния рискам</p>
	<p>4.3. Корректировка целей и планов инвестирования по результатам переговоров</p>	<p>- подготовка к переговорам с владельцами и менеджерами компании-мишени, - переговоры с владельцами и менеджерами компании-мишени, - корректировка целей и планов по поглощению и интеграции компаний после консолидации</p>

Этап разработки стратегии компании-покупателя включает следующие основные элементы:

- формирование стратегических целей компании;
- выбор стратегии компании;
- разработка стратегии компании.

Формированию стратегических целей компании предшествует анализ ее финансовых результатов и их сопоставление с аналогичными результатами компаний-лидеров отрасли. Внутренний и внешний аудит позволяет проводить анализ финансовых результатов компании и выявить слабые и сильные стороны компании-покупателя. Стратегические цели должны усиливать конкурентные позиции компании.

В п.1.2. диссертации рассмотрены основные цели инвестирования в консолидацию бизнес-структур. Если установленные цели компании-покупателя могут быть удовлетворены за счет консолидации (внешнее инвестирование) с другими компаниями, то консолидация может выступать одной из альтернатив реализации целей. Вместе с тем, следует проанализировать и другие возможности реализации целей компании-покупателя (внутреннее инвестирование и др.

Общие цели компании следует разукрупнить до уровня операционных, инвестиционных и финансовых целей. В соответствии с концепцией [33] управление стоимостью можно рассматривать как комбинирование операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании. Такой подход позволит структурировать общие цели по основным направлениям деятельности, установить круг лиц, ответственных за их реализацию.

Выбор стратегии компании-покупателя может осуществляться в широком диапазоне подходов к проектированию стратегий [7,15,18]. В качестве иллюстрации можно перечислить рассмотренные П. Друкером – гуром менеджмента XX века – стратегии «блицкрига», «удара в спину», «творческой имитации», «экологической ниши», «шлагбаума» и др. из перечисленных стратегий автор выделяет стратегии «особого умения» и стратегии «особого рынка». Мы не будем в рамках настоящей работы рассматривать сложный, самостоятельный вопрос подходов к формированию стратегий компаний. Отметим, что это наиболее ответственный этап подготовки компании к выбору направления инвестирования. Если направление инвестирования выбрано неудачно, никакие операционные успехи компании не в состоянии ликвидировать ущерб от неверного стратегического решения.

После выбора стратегии, следует формализовать ее в систему обобщающих и частных показателей оценки деятельности компании. Целесообразно выбрать перечень показателей, отражающих стратегические

цели компании в основных направлениях ее деятельности: операционной, инвестиционной и финансовой.

При разработке стратегии целесообразно дать укрупненную количественную оценку значений выбранных показателей в этих видах деятельности, структурировать компанию на центры полномочий и ответственности за результаты деятельности компании.

Если принято решение о том, что стратегические цели компании-покупателя могут быть удовлетворены с использованием инвестирования в поглощения, то можно приступить к этапу «оценка и отбор кандидатов на поглощение». Этот этап включает:

- формирование показателей отбора компаний-мишеней,
- формирование перечня кандидатов на консолидацию,
- оценку эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний.

Показатели оценки и отбора компаний-мишеней должны соответствовать целям консолидации. Цели консолидации должны соответствовать стратегическим целям компании-инвестора. Если эти требования при выборе показателей оценки при отборе кандидатов на инвестирование в консолидацию бизнес-структур не удовлетворяются, то велика опасность того, что консолидация не будет способствовать реализации стратегических целей компании-покупателя. Обобщающие показатели отбора, на наш взгляд, должны отражать фактическую и потенциальную стоимость объекта поглощения, а также ожидаемую стоимость компании-покупателя после дополнения компанией-продавцом. На этом этапе следует выработать требования к информации о компаниях-мишенях, с использованием которой будут осуществляться оценки. Выполнение требований к информации о компаниях потребует привлечения к подготовке поглощения специализированных инвестиционных институтов (банки, агентства и др.), поскольку на этом этапе важна любая, особенно инсайдерская, информация о компании-мишени.

Перечень кандидатов на консолидацию устанавливается на базе предварительных критериев отбора: масштаб, сопротивление присоединению, общее состояние. Оставшийся после предварительного анализа перечень кандидатов на поглощение будет проходить оценку эффективности консолидации по стоимостным критериям. Такая оценка предполагает установление потенциальной и фактической стоимости компании-мишени, ожидаемой стоимости объединенной компании после поглощения, предельной цены сделки по покупке, ожидаемого выигрыша покупателя в стоимости после интеграции.

Компании-покупателю при подготовке к консолидации бизнес-структур следует иметь программу, в соответствии с которой будет происходить интеграция активов компаний после поглощения. Неудовлетворительная интеграция компаний выступает главной причиной, по которой поглощающая компания не в состоянии реализовать запланированный эффект от консолидации. В числе основных источников неудовлетворительных результатов интеграции выступают: сопротивление персонала компаний изменениям; переоценка будущих эффектов от поглощения на этапе подготовки к консолидации; существенные переплаты за компанию-мишень, которые поглощают эффект от инвестирования в консолидацию активов компаний.

Даже при дружественных поглощениях персонал компании-мишени и компании-покупателя может препятствовать реализации целей консолидации бизнес-структур. В основе такого сопротивления могут лежать разнообразные причины: несовместимость культур ведения бизнеса, непринятие ценностей и стиля руководства, неудовлетворительное вознаграждение за труд и др.

Этап «Разработка программы интеграции активов после консолидации» включает следующие элементы:

- разработка стратегии интеграции после консолидации;
- выбор показателей оценки и контроля результатов интеграции;

- планирование интеграции после инвестирования в консолидацию активов компаний.

Стратегия интеграции активов двух компаний после консолидации должна быть подчинена целям стратегии компании-покупателя, разработанной на этапе 1 (п.1.3.). В противном случае в процессе интеграции можно существенно отклониться от первоначальных целей интеграции, подчиниться силам, преследующим собственные частные интересы, а не интересы владельцев компании-покупателя. Реструктуризация архитектуры интегрированной бизнес-структуры, перепроектирование процессов и состыковка работ (реинжиниринг) должны удовлетворять мотивам и целям компании-покупателя. Реструктуризация архитектуры объединенной компании должна учитывать изменившийся характер активов.

Включение новых активов может потребовать пересмотра зон полномочий и ответственности, существующих организационно-функциональных структур, изменения видов деятельности в отдельных звеньях технологических процессов, упорядочение деятельности в существующих и новых подразделениях. При реструктуризации следует устранять излишние промежуточные слои в структуре компании, бюрократические процедуры (отчеты, совещания и др.). При упорядочении и перепроектировании в компаниях следует стремиться к достижению согласованности и состыковке обособленных работ по созданию и продвижению товаров. Следует иметь в виду, что в зонах состыковки работ может существовать потенциальная возможность получения конкурентных преимуществ интегрированной компании. Вместе с тем, это наиболее конфликтный сегмент совместной деятельности, в котором сложно установить ответственность за ущерб. Данный элемент программы интеграции активов после поглощения должен быть ориентирован не только на реструктуризацию внутренней среды компании, но и во внешнюю среду на расширение коммуникаций с поставщиками, покупателями и конкурентами.

После поглощения объединенная компания должны быстро осуществить стадию интеграции. На период интеграции, когда обе компании преобразовывают существующие технологии деятельности их рынки уязвимы для проникновения конкурентов. Чем скорее компании проведут интеграцию, тем выше эффект полученный от инвестирования в поглощения. Компании-покупателю в фазе подготовки к поглощению следует ответственно подойти к планированию интеграции после поглощения.

Показатели оценки и контроля результатов интеграции должны быть получены в результате разукрупнения показателей инвестиционной, операционной и финансовой деятельности, установленных при разработке стратегии компании-покупателя. Важнейшие из таких показателей следует выделить в качестве индикаторов для мониторинга процессов интеграции. В качестве индикаторов могут быть использованы частные показатели результатов инвестирования в поглощения бизнес-структур, разработанные в п.2.1 настоящей диссертации. Руководство объединенной компании для управления интеграцией должно разработать количественные значения индикаторов мониторинга для каждого интервала процесса интеграции и добиваться их исполнения. В противном случае достаточно высок риск того, что результатами интеграции воспользуются неформальные группировки внутри компаний, а не ее акционеры.

На этом этапе следует подготовить ожидаемые значения индикаторов с тем, чтобы в процессе интеграции осуществлять контроль за протекающими процессами. Одновременно следует выработать регламенты контроля процессов интеграции: периодичность каждого вида контроля, перечень контролеров, поощрения и санкции за отклонения от плановых показателей, состав руководителей, получающих сигналы о процессах интеграции и др.

Планирование интеграции после поглощения должно обеспечить участников интеграции совокупности долгосрочных и краткосрочных

операционных, финансовых и инвестиционных планов, распределение центров финансовой ответственности в объединенной компании и планирование рисков, сопутствующих интеграции и способов их компенсации.

Фаза интеграции после поглощения представляет переходный период от одного равновесного состояния для компаний к другому равновесному состоянию в рамках интегрированной компании. Переходный период к новому равновесному состоянию должен быть спланирован по срокам, ресурсам, промежуточным и конечным результатам на этапе подготовки к интеграции. Только после подготовки такого плана можно переходить к переговорам с владельцами и менеджерами компании-мишени о условиях сделки по поглощению. Переходный период к новому состоянию организации всегда сопровождается рисками. Поэтому планирование рисков и способов их сокращения является актуальным в стадии интеграции компаний. Основные способы компенсации рисков при интеграции бизнес-структур будут рассмотрены в п.3.3 настоящей диссертации.

Этап «Обеспечения инвестирования в консолидацию» включает следующие операции:

- ресурсное обеспечение консолидации активов компании;
- организационно-правовое обеспечение интеграции;
- корректировку целей и планов инвестирования по результатам переговоров с владельцами и менеджерами компании-мишени.

Ресурсное обеспечение инвестирования в консолидацию бизнес-структур включает оценку и подготовку кадровых, информационных и финансовых средств для осуществления консолидации.

Кадровое обеспечение инвестирования в консолидацию активов компаний предусматривает привлечение лидеров, преодоление сопротивления преобразованиям, создания атмосферы партнерства с работниками. Привлечение ценных и уважаемых работников в число сторонников реструктуризации обеспечит поддержку коллективом.

Неформальные лидеры лучше, чем руководство знают по каким причинам, и кто препятствует преобразованиям. На этом этапе подготовки к консолидации активов компании следует выделить ответственных за реализацию основных процессов интеграции и дать им возможность подобрать себе помощников. Следует иметь в виду, что выдвижение руководителей интеграции «снизу-вверх» позволит привлечь к реструктуризации людей обладающих локальными практиками адаптации и выживания в условиях изменений. Распространение таких практик внутри организаций, если их совместить с интересами владельцев компании-покупателя, существенно усилят жизнеспособность новой компании. Во многих случаях, выдвижение в руководители интеграции по принципу «сверху-вниз» ведет к формализации, имитации и сопротивлению процессам интеграции. Нам представляется, что результат интеграции характеризует компромисс между сторонниками и противниками интеграции компаний. На этапе подготовки к интеграции целесообразно определить людей, поддерживающих и отвергающих преобразования, и средства стимулирования и подавления сопротивления изменениям. Следует иметь в виду, что стратегии и инструменты сопротивления преобразованиям разнообразны (уступки, компромиссы, уклонения, манипулирование и др.) и распознавать их причины целесообразно изнутри коллектива.

Содержание и структура финансового обеспечения инвестирования в поглощения будет подробно рассмотрена в п.3.2 настоящей диссертации.

Корректировки целей и планов инвестирования в консолидацию бизнес-структур по результатам переговоров с компанией-мишенью состоит из:

- подготовки к переговорам с владельцами и менеджерами компании-мишени;
- корректировки целей и планов по поглощению.

Подготовке к переговорам с представителями компании-мишени предшествует взаимодействие с антимонопольными органами другими представителями центральных и местных органов власти. В п.1.3 настоящей

диссертации показано, что наиболее значимым для отечественных бизнес-структур при инвестировании в консолидацию, выступает административный риск. Заручившись поддержкой административных структур, установив уровень поддержки этими структурами компании-мишени, можно вступать в переговоры. Следует иметь в виду, что в современной России отношение исполнительной власти к поглощениям существенным образом определяет затраты и результаты консолидации бизнеса. Возможно, компании-покупателю придется взять на себя дополнительные обязательства перед инфраструктурой или социальной сферой региона, в который покупатель желает проникнуть. При подготовке к переговорам покупатель должен иметь все необходимые оценки стоимости компании-мишени и интегрированной компании (ожидаемую цену сделки, ожидаемый выигрыш в стоимости после интеграции и др.), программу интеграции после консолидации. В процессе переговоров может меняться отношение компании-мишени к интеграции, поэтому уровень проработанности отдельных, частных вопросов может привлечь к объединению новых сторонников. Важно при подготовке к переговорам предусмотреть несколько сценариев их развития. Для пессимистического и оптимистического сценариев следует разработать систему потенциальных уступок и приобретений. К переговорам следует привлекать специалистов по переговорам. Опытные переговорщики умеют так построить обмен мнениями, что противная сторона вынуждена в большинстве случаев позитивно оценивать их инициативы.

По результатам переговоров с владельцами и менеджерами компании-мишени вырабатываются окончательные условия сделки по поглощению и корректируются первоначальные планы покупателя по инвестированию и программе интеграции после консолидации компании-мишени. В стадии интеграции компаний после консолидации, контроль процессов объединения, руководство объединенной компании будет осуществлять на основе разработанной в стадии подготовки к инвестированию программы интеграции.

Разработанная структура и содержание этапов подготовки к инвестированию в консолидацию бизнес-структур будут полезны для:

- синхронизации и координации деятельности участников сделки по инвестированию в консолидацию активов компаний (инвестор, финансовые консультанты, кредитные и инвестиционные институты и др.),
- подготовки программы интеграции компаний после консолидации,
- обоснования ресурсного обеспечения инвестирования в консолидацию бизнес-структур.

3.2. Подготовка финансирования инвестиций в консолидацию активов компаний

Анализ состоявшихся поглощений позволил выделить следующие тенденции финансирования инвестиционной деятельности в России, реализуемой через консолидацию бизнес-структур:

- преобладание денежных источников финансирования консолидаций активов компаний, а не обмен акциями и другие формы оплаты;
- дополнительная финансовая нагрузка на компанию-инвестора, участвующих в инвестиционных конкурсах и денежных аукционах, т.е. по условиям аукциона, проводимого Российским фондом федерального имущества, компания- инвестор обязана реализовать установленную инвестиционную программу, которая может быть не согласована с инвестиционной стратегией компании-инвестора;
- аккумулярование долгов поглощаемой компании и конвертацию их в акции компании в процессе банкротства;
- начало бума IPO (первичное размещение акций компаний на мировых и российских фондовых биржах);

К специфическим особенностям финансирования инвестиций, реализуемых через консолидацию бизнес-структур можно отнести развитие отечественного фондового рынка в России. Текущий этап развития этого

рынка характеризуется обратными пропорциями денежного и бумажного финансирования. Несколько крупнейших российских «голубых фишек», котирующихся в Российской Торговой Системе (РТС) с относительно ликвидным рынком, в наименьшей степени могут стать объектом поглощения, даже если их рыночная стоимость существенно занижена по сравнению с внутренней стоимостью. В связи с этим, превалирующую роль в российской практике занимают денежные источники финансирования поглощений: по примерным оценкам на их долю до 2001 года приходилось до 90% сделок [30].

Период с 2005-2006 гг. можно охарактеризовать как начало бума IPO. Причиной такой активности, по нашему мнению, является, во-первых, потребность крупнейших российских компаний в дополнительном финансировании для дальнейшего развития, рыночной экспансии и приобретения конкурирующих бизнес-структур. Во-вторых, высокая стоимость кредитных ресурсов, как у российских, так и у западных банков заставляет рассматривать альтернативные более дешевые формы привлечения капитала для финансирования инвестиций. В табл. 21 нами представлены крупнейшие IPO российских компаний за 2005-2006 гг.

Таблица 21

Крупнейшие IPO российских компаний в 2005-2006 годах

Название компании	Объем размещения, млн. долларов	Доля размещенных акций	Место проведения IPO
Евразхолдинг	422,0	8%	Лондонская фондовая биржа
АФК «Система»	1353,8	17%	Лондонская фондовая биржа
Северсталь-Авто	135,0	26%	Российская

			торговая система
Новолипецкий металлургический комбинат	609,0	7%	Лондонская фондовая биржа
Пятёрочка	597,6	30%	Лондонская фондовая биржа
НоваТЭК	878,5	17%	Лондонская фондовая биржа
Амтел	201,7	27%	Лондонская фондовая биржа
ЭКЗ «Лебедянский»	151,2	20%	Российская торговая система
Urals Energy	113,8	31%	Лондонская фондовая биржа
АПК «Хлеб Алтая»	8,0	10%	Российская торговая система

Для осуществления успешного финансирования инвестиционной деятельности, необходимо осуществить оптимальное распределение ресурсов компании [8]. Мы предлагаем выделить следующие моменты в распределении ресурсов:

- привлечение финансирования от кредиторов с более низким процентом по кредиту;

- поддержание денежных потоков на уровне, достаточном для привлечения «револьверного кредита» или промежуточного займа;

Разработка программы финансирования и рефинансирования инвестиционной деятельности, реализуемой через консолидацию бизнес-структур, является одним из важнейших этапов на фазе подготовки к поглощению.

Последовательность и содержание этапов и операций подготовки финансирования инвестирования в консолидацию бизнес-структур представлена нами в табл. 22.

Таблица 22

Последовательность и содержание этапов и операций подготовки финансирования инвестирования в консолидацию бизнес-структур

Наименование этапа	Основное содержание операций
Обоснование формы финансирования инвестиций в консолидацию	-выбор формы финансирования: обмен акциями или покупка активов, -выбор вида поглощения: дружественное или враждебное, -оценка размеров финансовых ресурсов, необходимых для преодоления сопротивления компании-мишени.
Оценка потребности в финансовых средствах	-оценка стоимости объекта инвестирования в оптимистической и пессимистической гипотезах, -оценка потенциальных объемов самофинансирования сделки по инвестированию в консолидацию. Следует определить объем финансовых средств, которые можно изъять из компании-инвестора, без ущерба для его бизнеса, -разработка инвестиционно-финансового плана компании-инвестора на период интеграции после поглощения,

	-оценка величины дефицита денежных средств по интервалам планирования в оптимистической и пессимистической гипотезах.
Выбор источников финансирования	-анализ альтернатив финансирования: эмиссия акций, самофинансирование из фондов, эмиссия облигаций, банковский кредит, выпуск векселей, -оценка существующих и будущих залоговых обязательств: имущественный залог, переуступка прав требований, поручительства и другие, -выбор предпочтительной комбинации источников финансирования по критерию наименьшей средневзвешенной стоимости капитала.
Разработка условий, требований и сроков финансирования	переговоры с финансовыми институтами о возможностях и условиях финансирования инвестиций в поглощения бизнес-структур, -корректировка планов компании-инвестора по требованиям финансовых институтов, вовлеченных в сделку, -окончательное согласование условий и сроков финансирования, подготовки и юридической экспертизы всех необходимых документов.

Этап обоснования формы финансирования сделки по инвестированию в консолидацию бизнес-структур выполняет следующие операции:

- выбор вида консолидации;
- оценка способов преодоления защиты от поглощения;
- выбор формы финансирования;

При выборе формы консолидации следует учитывать требования антимонопольного комитета. Если поглощение дружественное, то

покупателю в фазе интеграции после консолидации потребуются дополнительные средства для того, чтобы выполнить свои обязательства перед менеджментом поглощаемой бизнес-структуры. Менеджеры оставшиеся работать в новой объединенной компании могут потребовать увеличения размеров вознаграждения; менеджеры, покидающие компанию – выплаты отступных. В случае, если реализуется вариант недружественного поглощения, то потребуются дополнительные средства для преодоления сопротивления поглощаемой бизнес-структуры. Следует оценить способность целевой компании привлекать финансовые ресурсы, необходимые для обороны и привлечения союзников.

В современной практике инвестирования в консолидацию активов компаний разработано большое количество как приемов захвата бизнес-структур, так и способов противодействия таким захватам. Например, компания-мишень в ответ на попытки недружественного поглощения может осуществить дополнительную эмиссию акций и тогда для того, чтобы скупить контрольный пакет акций, недружественному инвестору придется привлечь дополнительные финансовые ресурсы. Компания-мишень может предпринять атаку на активы захватчика и тогда поглощающей бизнес-структуре придется перейти к обороне. В конечном счете, этот этап подготовки к консолидации бизнес-структур должен позволить выбрать форму финансирования: либо обмен акциями, либо скупка активов.

Финансирование инвестирования в консолидацию бизнес-структур предполагает использование средств необходимых для приобретения целевой компании, так и для интеграции в бизнес инвестора. На этапе подготовки к поглощению нельзя ограничиться планированием только операций по инвестированию в приобретение компании-мишени. Такой подход возможен только для ограниченного числа спекулятивных приобретений. В стратегических поглощениях, после приобретения, поглощенную бизнес-структуру следует включить в бизнес инвестора. На этапе интеграции новой компании могут потребоваться дополнительные

средства, которые должны быть привлечены из внешних источников. Целесообразно решать вопросы финансирования и приобретений и интеграции в едином комплексе. Тогда для источников финансирования объект кредитования будет прозрачным и понятным, а значит и менее рисковым, что напрямую отражается на стоимости кредитного ресурса.

Оценка потребности в финансовых средствах включает 4 операции:

- оценку инвестиционной стоимости объекта поглощения,
- определение потенциальных объемов самофинансирования,
- разработку инвестиционно-финансового плана на период интеграции после консолидации,
- определение размера дефицита заемных средств, который следует погасить за счет привлечения или займа. Предполагается, что на этом этапе уже будет установлена цена, которую придется заплатить за выбранный объект инвестирования в пессимистической и оптимистической гипотезах развития событий. Предварительные расчеты стоимости компании-мишени проводят при обосновании решения об инвестировании в консолидацию, используя методы, рассмотренные нами в п.2 настоящей диссертации.

На данном этапе, оценки стоимости компании-мишени корректируют для условий благоприятного и неблагоприятного развития событий. На этом этапе инвестор должен решить для себя, какую цену он готов заплатить за объект поглощения и, до какой крайней границы он готов пойти, если столкнется сопротивлением поглощению со стороны целевой бизнес-структуры. Компания-покупатель должна оценить объем свободных денежных ресурсов, которые можно изъять без ущерба для собственного бизнеса и направить их на финансирование инвестиций в консолидацию. Оценку самофинансирования рекомендуется устанавливать для среднесрочного (3-5 лет), а не краткосрочного интервала планирования (1-2 года), поскольку целесообразно предусмотреть наличие трудностей с интеграцией новой бизнес-структуры в уже функционирующий бизнес инвестора. При изъятии прибыли из действующей компании для погашения

финансовых ресурсов, привлеченных для инвестирования в консолидацию, следует иметь в виду, что сокращение дивидендов может уменьшить стоимость акций объединенной бизнес-структуры, а это может вызвать неудовлетворение со стороны инвестиционного сообщества и давление на менеджмент. Поэтому, на наш взгляд, изымая средства из действующего бизнеса, не следует сильно его ослаблять.

Разработка инвестиционно-финансового плана для процесса инвестирования в консолидацию активов компаний позволит оценить размер дефицита денежных средств по интервалам планирования. Следует осуществлять такое планирование для оптимистической и пессимистической гипотез развития, предполагая, что новая бизнес-структура на этапе интеграции после консолидации может столкнуться с трудностями (сопротивление персонала изменениям, несовместимость бизнес-процессов, и др.). На этом этапе инвестор должен установить размер дефицита денежных средств по интервалам планирования в среднесрочном периоде. После этого можно будет устанавливать сроки и объемы финансирования дефицита денежных средств в среднесрочном периоде. Следует иметь в виду, что для крупных поглощений, в которых совладельцами части акций выступают крупные финансовые институты, взаиморасчеты по сделке могут осуществляться в долгосрочном периоде.

Выбор источников финансирования включает операции по анализу альтернатив финансирования, оценке существующих и будущих залоговых обязательств и установление предпочтительной комбинации источников финансирования. Решение этих вопросов определяется в первую очередь наличием долгов, как у компании-покупателя, так и у компании-мишени. Задолженности, особенно просроченные, существенным образом ограничивают доступ компаний к источникам финансирования и увеличивают стоимость финансирования. При использовании займов потребуется решить вопросы об их обеспечении. Следует провести инвентаризацию заложенного имущества, выявить имущество свободное от

залогов, способное выступать в качестве обеспечения новых займов. Одновременно требуется рассмотреть возможности использования других форм обеспечения кредитов: гарантии, поручительства, переуступки прав требования. При этом следует избегать снижения поступлений денежных средств в компанию, когда в качестве обеспечения кредиторы настаивают на переуступке прав получения платежей от контрагентов компании. С другой стороны, на этом этапе целесообразно подготовиться к переговорам с субъектами рынка капиталов об ограничительных и запретительных условиях кредитных договоров. Такие условия обязательные для заемщика, существенным образом ограничивают его действия (запреты на смену руководства, получение новых займов, продажу активов и др.). На этапе интеграции поглощенной компании в бизнес инвестора, при возникновении кризисных ситуаций, ограничения кредитных договоров могут существенно сузить диапазон действий менеджмента объединенной компании и привести к дополнительным расходам. Из теории финансов известно, что заемные средства дешевле собственных источников финансирования. Поэтому большинство крупных компаний стремятся увеличить финансовый рычаг с тем, чтобы снизить средневзвешенную стоимость капитала компании. Однако, не следует забывать, что при наличии проблемы у заемщика, финансовый рычаг, как «обоюдоострый меч», действует против него. Поэтому, на наш взгляд, для соблюдения требований надежности, объем займов не должен превышать половины размера собственного капитала заемщика. При повышении указанного норматива, кредиторы требуют существенной премии за риск, а стоимость заимствований и средневзвешенный капитал увеличивается.

В табл. 23 нами представлены характеристика, достоинства и недостатки использования различных видов финансирования при инвестировании в поглощения бизнес-структур.

Характеристика видов финансирования при инвестировании в консолидацию бизнес-структур

Вид финансирования	Особенности вида финансирования в России	Достоинства	Недостатки
Собственный капитал	<ul style="list-style-type: none"> - Применяется в основном в ситуациях, когда акционерная стоимость компании-цели ниже стоимости компании-инвестора, - Является наиболее дешевой и наименее рискованной для компании-инвестора 	<ul style="list-style-type: none"> - Отсутствие платы за использование денежными средствами, - минимизация риска попадания информации о сделке на открытый рынок, - отсутствие требования раскрытия информации о собственниках, - оперативность использования финансового ресурса 	<ul style="list-style-type: none"> - наличие свободных денежных средства, - результат по инвестированию в поглощения зависит от общей экономической стабильности в компании,
Выпуск обыкновенных акций	<ul style="list-style-type: none"> - Является наиболее дорогим способом финансирования, в следствие неразвитости финансовых технологий, - наличие схем оптимизации налогообложения у российских компаний, - отсутствие корпоративных технологий, обеспечивающих 	<ul style="list-style-type: none"> - отсутствие возвратности и уплаты процентов, - формирование рыночной стоимости публичной компании, - возможность выхода собственника из бизнеса, 	<ul style="list-style-type: none"> - потеря части контроля над компанией, - необходимость согласия акционеров, - необходимо раскрытие информации, - длинные сроки эмиссии, - ограничения, связанные с несовершенством российского фондового рынка и корпоративного

	эффективность использования такого вида		законодательства
Кредиты	<ul style="list-style-type: none"> - Основными агентами рынка заимствований являются банки, - Наличие в структуре большинства финансово-промышленных холдингов собственного банка, - высокая стоимость кредитного ресурса, - Высокий уровень требований к обеспечению и залога по кредитам 	<ul style="list-style-type: none"> - простота привлечения, - широкий выбор кредитных организаций 	<ul style="list-style-type: none"> - возвратность и уплата процентов, - необходимость залога и обеспечения, - ограничения условий и возможностей банка, - контроль со стороны кредитора за использованием заемных средств
Выпуск облигаций	<ul style="list-style-type: none"> - доступен только крупным компаниям, - слабо развитый вторичный рынок, - законодательные ограничения по выпуску облигаций 	<ul style="list-style-type: none"> - отсутствие обеспечения, - привлечение денег на необходимый для заемщика срок, - способствует формированию кредитной истории 	<ul style="list-style-type: none"> - относительная прозрачность компании, - дорогой способ привлечения финансирования
Выпуск векселей	<ul style="list-style-type: none"> - вексельный рынок имеет тенденцию к сжатию, - большое количество фальсификаций 	<ul style="list-style-type: none"> - простота привлечения, - оперативность привлечения, - ликвидность векселя 	<ul style="list-style-type: none"> - ограниченность (в зависимости от размеров компании)

Разработка условий, требований и сроков финансирования предусматривает проведение переговоров с представителями финансовых институтов, корректировку финансовых планов инвестора, окончательную выработку условий финансирования и юридическую экспертизу всех документов. Переговоры с финансовыми институтами о предоставлении денежных средств связаны со следующими немаловажными обстоятельствами. Кредиты должны быть предоставлены новой компании, образованной в результате консолидации. Но она существует только в перспективных планах, а не фактически. Поэтому все документы по финансированию должны быть подписаны в один день с подписанием документов о поглощении целевой бизнес-структуры. Только в этом случае права собственности сделают законным получение ими кредитов для последующей интеграции. Это обязательное условие требует тщательной подготовки всех деталей так, чтобы непредвиденные обстоятельства не сорвали сделку по инвестированию в консолидацию активов компании и его финансированию в момент их подписания. По результатам переговоров компания-инвестор корректирует свои первоначальные планы о сроках, объемах и условиях финансирования. Следует иметь в виду, что такие переговоры носят секретный характер. Если на рынок попадает информация о предполагаемом поглощении, акции компании-мишени начинают подниматься в цене. Спекулянты начинают скупать эти акции с целью перепродать их компании-инвестору. В таких случаях инвестор вынужден переплачивать за акции в результате чего в его руках остается меньший объем потенциальных выгод от поглощения. Выгоды от объединения переходят к держателям акций компании-мишени. Может получиться так, что даже при успешной интеграции, чистые денежные потоки объединенной бизнес-структуры не смогут окупить уплаченную завышенную цену за поглощение. Этот этап должен завершиться подготовкой к подписанию всех необходимых документов по финансированию приобретения.

Последовательность и содержание предложенных нами этапов подготовки финансирования будет полезным при разработке планов финансовой деятельности компании-инвестора и объединенной бизнес-структуры. Нам представляется, что такой план должен выделять ответственных за отдельные этапы и операции менеджеров, сроки начала и окончания операций. В случае дружественных поглощений к планированию следует привлекать менеджеров компании-мишени, которые будут участвовать в реализации этих планов на этапе интеграции компаний после консолидации. Планы подготовки к финансированию консолидации бизнес-структур в таких случаях должны координировать и синхронизировать финансовую деятельность обеих компаний так, чтобы в процессе и после поглощения не возникало дефицита денежных средств, препятствующих интеграции. Следует иметь в виду, что просчеты при подготовке к финансированию могут привести к тому, что большая часть эффекта от консолидации перейдет на сторону финансовых структур, участвующих в финансировании поглощения.

3.3. Классификация основных факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации бизнес-структур

Инвестированию в консолидацию активов компаний сопутствуют более высокие риски, чем внутреннему инвестированию компании. Присоединяя новую бизнес-структуру, компания покупатель ограничена в информации. инвестирование компании-покупателя во внешнюю среду расширяет область деятельности неподконтрольную менеджменту компании, что увеличивает число неуправляемых рисков.

Риски инвестирования в консолидацию бизнес-структур увеличиваются, если пространство хозяйственной деятельности характеризуется неустойчивым равновесием. Компании-инвесторы стремятся по возможности компенсировать риски инвестирования при создании интегрированных бизнес-структур. Для них актуальным является классификация и

формирование средств снижения рисков инвестирования. Ниже будет предложена классификация факторов снижения рисков инвестирования в консолидацию бизнес-структур на этапах их подготовки.

Этап подготовки к поглощению в значительной степени определяет состав и интенсивность запланированных рисков для компании-покупателя. На этом этапе осуществляется выбор объекта поглощения. Для инвестора, как объект, так и регион, в котором он расположен, могут служить дополнительным источником рисков.

В табл. 24 нами предложена классификация основных факторов снижения рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации. В предложенной классификации «Разработка программы интеграции активов после консолидации» выделена в самостоятельный этап подготовки, так как в период интеграции наиболее интенсивно проявляются плановые и неплановые риски инвестирования. С точки зрения противодействия рискам это наиболее ответственный период, который следует рассматривать особо и готовиться к нему в период, предшествующий интеграции

Таблица 24

Классификация основных факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации бизнес-структур

Факторы рисков инвестирования по элементам этапов подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний			
Разработка стратегии компании-инвестора	Оценка и отбор кандидатов на поглощение	Разработка программы интеграции активов после консолидации	Обеспечение сделки по инвестированию в консолидацию активов компаний
- адекватность восприятия компанией	- достоверность информации об инвестиционной	-защита прав собственности на акции,	- поддержка сделки по поглощению

внешней и внутренней среды, - достоверность сведений о конкурентах, - качество прогнозов затрат и результатов (показатели, методы прогнозирования)	привлекательности региона, - полнота и достоверность данных о кандидатах на поглощение, - обоснованность оценки целесообразности инвестирования в поглощения (цена, потенциальный выигрыш и др.)	- защита прав собственности на активы, -защита от захватов управления, - поддержка интеграции работниками компаний	ресурсами, -правовое обеспечение сделки, -подготовка переговоров
--	--	--	--

При разработке стратегии компании-покупателя к основным факторам противостояния будущим рискам можно отнести: адекватность восприятия компанией внешней и внутренней среды, обоснованность стратегии развития, качество прогнозов будущего и достоверность информации о конкурентах.

На этом этапе подготовки к консолидации бизнес-структур основной источник рисков сосредоточен в неадекватном восприятии компанией-инвестором внешней среды, положения компании во внешней среде и состояния внутри компании. Если компания неверно оценивает динамику внешней среды, то это отрицательно повлияет на качество прогнозов (спроса, издержек, действий конкурентов и др.). В результате неточного представления о среде окружения компания-покупатель не способна выработать приоритеты деятельности для адаптации во внешней среде, предугадать зарождающиеся будущие тенденции развития, подготовиться к изменениям. Например, ключевыми стратегическими вопросами для

компаниям являются вопросы о товарах и рынках (какие товары на каких рынках продавать). Если компания неверно оценивает будущие тенденции изменения в товарах и рынках, она не только не сможет быть лидером отрасли, но и, вероятно, утратит уже имеющиеся конкурентные позиции.

Даже, если компания предугадает и предвосхитит будущие тенденции внешней среды, ей следует выбрать и занять соответствующее место в такой среде. Менеджменту компании мало представлять, что компания *хотела бы получить* в будущем в изменившейся среде хозяйствования. Следует беспристрастно оценить те позиции, которых она *способна реально добиться*. Реализуя сверхзадачи, компания может утратить те преимущества, которые она завоевала, «надорваться» от непосильной ноши и обанкротиться. Чем более амбициозные цели преследует компания, тем выше риск получения отрицательных результатов. Чтобы верно рассчитать свои силы и ресурсы, необходимые для будущего развития, компании следует правильно представлять: параметры «точки старта» и свой потенциал. На рис.9 представлен прогноз динамики положения компании во внешней среде.



Рис.9 Прогноз динамики положения компании во внешней среде хозяйствования

где 1 – параметры компании в точке начала преобразований; 2 –прогнозные ожидаемые параметры компании через Δt лет преобразований; a,b,c – стратегии преобразований компании

До разработки стратегии преобразований руководству компании стоит адекватно оценивать:

- параметры, достигнутые компанией до начала преобразований,
- основные изменения во внешней среде к окончанию преобразований,
- потенциал компании, позволяющий занять новое положение в изменившейся бизнес-среде,
- основные ожидаемые параметры, установленные в качестве цели для компании к окончанию преобразований.

Неадекватная оценка руководством компании любого из перечисленных факторов способна генерировать риски получения отрицательных результатов в будущей деятельности компании. Для снижения рисков, при решении перечисленных вопросов, компании могут потребоваться независимые внешние эксперты и консультанты, которые до начала преобразований помогут обосновать существующие фактические сильные и слабые стороны компании, ее потенциал, помогут прогнозировать будущие изменения внешней среды.

При разработке стратегии достоверность сведений о конкурентах и их планах выступает фактором риска для компании, планирующей преобразования. Действия конкурентов по возможности следует учитывать при разработке стратегии преобразования. Такие действия способны внести существенные коррективы при реализации стратегии компании-покупателя. Для отечественных условий особо важно блокировать и недопускать усиления конкурентов в органах власти. Одновременно, следует усиливать собственные позиции в этих структурах. Амбициозные, масштабные проекты компании-покупателя могут привлечь внимание сильных компаний, способных перехватить бизнес в любых отраслях. Следует иметь в виду, что согласно модели М. Портера [18], конкурентами компании могут выступить:

поставщики, покупатели, существующие фирмы отрасли, новые фирмы, проникающие в отрасль. Каждый из перечисленных источников способен обуславливать риски получения отрицательных результатов для компании-покупателя. Компании следует быть информированной относительно планов данных субъектов рынка и попытаться согласовывать с ними свои преобразования.

Обоснованность стратегии преобразований выступает значимым фактором риска для компании-покупателя. На рис. 2 выделены альтернативные стратегии преобразований (а,б,с). Из числа удовлетворительных стратегий компании следует обосновать наиболее целесообразную. Обоснование целесообразности выбора подходящего варианта стратегии можно осуществлять с помощью различных критериев оценки. Нам представляется, что в составе критериев оценки следует использовать показатели надежности стратегий. Такие показатели должны помочь оценить отрицательные последствия рисков, сопутствующих выбранной стратегии преобразований. Альтернативные стратегии преобразований следует оценивать критериями «риск-доходность», способными отражать высокую вероятность ущербов у высокодоходных проектов. Избегать риска при подготовке к преобразованиям не следует. Только рисковому проекту, в условиях конкуренции, сопутствует повышенная доходность. Тем не менее, при выборе стратегий следует принимать только обоснованные риски, проявления которых приведут к потерям, но не уничтожат компанию. Чрезмерное увлечение показателями доходности при обосновании стратегий, недоучет показателей рисков, способствует принятию авантюрных проектов, которым сопутствует слишком высокий риск.

При обосновании стратегии отдельно следует выделить фактор риска, связанный с темпами проведения преобразований. Чрезмерные темпы, форсирование преобразований способствует увеличению числа ошибок из-за недостатка времени для проведения работ, снижению качества отдельных

этапов преобразований, усилению сопротивления изменениям в организации. Высокая скорость изменений, заложенная на этапе разработки стратегии, будет установлена при разработке планов преобразований. Такая практика может приводить к рискам получения неудовлетворительных результатов.

Наличия достоверных сведений о собственной компании и ее потенциале, внешней среды, тенденциях изменения внешней среды и ожидаемых будущих параметрах компании в этой среде недостаточно для получения качественных прогнозов. Качественный прогноз предполагает получение количественных значений основных укрупненных показателей затрат и результатов стратегии преобразований по интервалам планирования. Существенный фактор риска присутствует при выборе показателей, характеризующих деятельность компании. На любой показатель для оценки деятельности бизнес-структур влияет множество факторов. Улучшение значения такого показателя может осуществляться по целому ряду причин (изменение окружения, действия конкурентов на рынке и др.), а не в результате целенаправленной стратегии компании. При формализации стратегии компании системой показателей следует учитывать, что только система показателей способна выявлять отдельные тенденции в деятельности компании. Попытки резко сократить число показателей, через которые осуществляются попытки описать стратегию могут привести к существенным расхождениям ожидаемых и плановых результатов преобразований.

Качество прогнозов параметров компании будет определяться не только выбранной системой показателей оценок ее позиций, но и методом прогнозирования. Такие методы должны быть обоснованы. В большом числе прогнозов присутствуют «точные» методы прогнозирования, для которых используют очень приблизительные исходные данные. Погрешность метода прогноза значения показателей должна быть согласована с точностью используемой для прогноза информации.

При оценке и отборе кандидатов на поглощение основными факторами риска выступают: достоверность информации и привлекательности инвестирования регионов, в которых компания-покупатель расширяет свой бизнес; полнота и достоверность данных о компаниях-кандидатах на поглощение; обоснованность оценки целесообразности присоединения компании-мишени.

Компании-кандидаты на поглощение в общем случае могут осуществлять хозяйственную деятельность в ряде регионов Российской Федерации. Оценка рейтинга инвестиционной привлекательности российских регионов журнала «Эксперт» за 2004-2005 гг. позволяет выделить семь типов: регионы-«локомотивы» (рейтинг инвестиционной надежности – 1В), «опорные» регионы (2В), регионы-«полюса роста» (2В, 3В1), регионы-«точки роста» (3А, 3В1), регионы с «неопределившимися перспективами» (3В2), «проблемные» регионы (3С1) и регионы «особого внимания» (3С1, 3Д) [20]. Регионы «локомотивы» и «опорные» регионы характеризуют наличие высокого инвестиционного потенциала и существенных внутренних ресурсов, что позволяет им развиваться без поддержки федерального центра. Тем не менее в России отсутствуют регионы с минимальным риском (категории 1А,2А,3А). Автор исследования классифицировал инвестиционные риски по следующим категориям:

- высокий потенциал - минимальный риск (1А)
- средний потенциал - минимальный риск (2А)
- низкий потенциал - минимальный риск (3А)
- высокий потенциал – умеренный риск (1В),
- средний потенциал – умеренный риск (2В),
- пониженный потенциал – минимальный риск (3В1),
- незначительный потенциал – умеренный риск (3В2),
- высокий потенциал – высокий риск (1С),
- средний потенциал – высокий риск (2С),
- пониженный потенциал – высокий риск (3С1),

- незначительный потенциал – высокий риск (ЗС2),
- низкий потенциал – экстремальный риск (ЗД).

Категории 1В соответствует Санкт-Петербург, Москва, Московская область, Свердловская область, Ханты-Мансийский автономный округ-Югра. инвестиционный риск включает следующие составляющие: законодательный, политический, экономический, финансовый, социальный, криминальный и экологические риски. Например, к минимальным криминальным рискам отнесены Пензенская и Липецкая области.

Неудовлетворительная оценка инвестиционной привлекательности регионов может служить источником внеплановых рисков, с которыми компания столкнется на этапе интеграции активов после поглощения. состав и интенсивность рисков такого рода могут являться неожиданностью для руководства и потребовать для ликвидации последствий их проявления дополнительных затрат времени и средств. Каждая компания, предполагающая инвестировать в консолидацию бизнеса в регионах должна отдавать себе отчет о тех рисках, которые будут сопутствовать ее деятельности в этих регионах. Недооценка специфики местных условий может выступить источником ущерба для компании для компании-инвестора в фазе интеграции после консолидации.

Полнота и достоверность данных о кандидатах на поглощение выступает фактором способным генерировать риски для компании-покупателя. Если, например, компания стремиться управлять незнакомым для нее видом бизнеса, то риски потенциальных убытков увеличиваются. Риски возникают, если компания опирается на недостоверные сведения о кандидатах на поглощение. Руководство компании должно реально оценивать рыночную позицию, слабые и сильные стороны, неиспользованный потенциал кандидатов на инвестирование в поглощения. Если инвестор пользуется недостоверной информацией, он не способен обоснованно отсеять кандидатов на поглощение и правильно выбрать компанию-мишень. На этапе интеграции после консолидации такое

приобретение может обернуться существенными убытками. Например, если инвестор не получил полной информации о долгах компании-мишени, то после поглощения он может понести незапланированные убытки, отвечая по долгам поглощенной бизнес-структуры.

Под обоснованностью оценки эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний подразумевают систему показателей, которую используют для оценки кандидатов на поглощение. Нам представляется, что к основным показателям эффективности инвестирования в поглощение стоит отнести:

- цену, которую следует уплатить за отобранную из числа кандидатов компанию-мишень;
- потенциальный выигрыш, который может быть получен при присоединении компании-мишени к бизнесу инвестора.

Консолидацию бизнес-структур целесообразно производить, если для компании-инвестора выгоды от интеграции выше, чем издержки на поглощение бизнес-структуры. Эффект консолидации для покупателя можно определить по формуле:

$$\mathcal{E} = B - I = PV_{A+B} - (PV_A + PV_B) - C_0 = \Delta PV_{A+B} - C_0 \quad (1),$$

где \mathcal{E}, B, I – соответственно эффект, выгоды, издержки для инвестора,

PV_{A+B} - приведенная стоимость чистых денежных потоков после интеграции компаний А и Б,

PV_A, PV_B – приведенная стоимость чистых денежных потоков соответственно компаний А и Б до интеграции,

C_0 - цена, уплаченная за поглощение компании Б,

ΔPV_{A+B} – приведенная стоимость приращения чистых денежных потоков для инвестора после интеграции компаний А и Б.

Компанию-мишень целесообразно приобретать, если ее цена (C_0) ниже ее потенциальной рыночной стоимости (PV_B). Спекулятивные поглощения строятся на сопоставлении текущей рыночной цены и обоснованной инвестиционной стоимости компании-мишени. Стратегические поглощения

предполагают реализацию покупателем выгод от интеграции (PV_{A+B}). Если при присоединении за компанию-мишень уплачено больше, чем может быть реализовано в результате интеграции ($\Pi_0 > \Delta PV_{A+B}$), эффект от консолидации получают акционеры компании-мишени, а владельцы инвестора останутся ни с чем. Проверить обоснованность цены, уплаченной за компанию-мишень, удастся только на этапе интеграции активов после поглощения. на этом этапе инвестор реализует фактический эффект от поглощения и сопоставляет его с ожидаемым³и оценками выгод и затрат, полученными на этапе подготовки к поглощению.

Если покупатель на этапе подготовки осуществляет оценку консолидации с использованием частных показателей (доля рынка, себестоимость продукции, прибыль за год, оборачиваемость активов, рентабельность продаж и др.), то вероятность получения неудовлетворительного обоснования инвестиций растет. Обобщающую оценку консолидации можно получить только на основе анализа стоимости объектов оценки. Стоимость объекта оценки концентрирует все другие характеристики такого объекта. Обоснование эффективности консолидации следует осуществлять на основе стоимостных оценок. Такие оценки для увеличения их надежности могут быть дополнены частными показателями. Частные показатели помогают выявить источники роста стоимости, факторы, влияющие на стоимость. Однако, даже их исчерпывающая совокупность не позволяет получить обоснованную обобщающую оценку эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний.

При разработке программы интеграции активов после консолидации к основным факторам снижения рисков инвестирования следует отнести: защиту прав собственности новых акционеров, защиту от захватов управления компанией и поддержку интеграции работниками компаний.

Если на этапе подготовки к консолидации бизнес-структур не предусмотреть угроз со стороны внешних и внутренних агрессоров, то на

этапе интеграции после консолидации они могут проявить себя и существенно повлиять на фактическую стратегию компании-инвестора.

Корпоративные рейдеры способны захватывать как активы, так и акции, реестры компаний в фазе интеграции после поглощения, если новый собственник не продумал и осуществил оборону интегрированной бизнес-структуры. Актуальность проявления рисков захвата имущества объясняется тем, что:

- в стране продолжается консолидация капиталов и собственности в руках ограниченного числа властных экономических группировок (монополий, частичных монополий, олигополий и частичных олигополий) при участии и поддержке местных политических кланов.
- правовая среда не препятствует реализации противозаконных недружественных поглощений.

В процессе интеграции после консолидации активов компании менеджмент компании может захватить управление и действовать в собственных интересах, пренебрегая интересами собственников компании. Если на этапе подготовки к интеграции владельцы не продумают систему регламентации управления менеджерами, инвентаризации имущества, оценки прозрачности и управляемости бизнесом, то эффект от консолидации может переместиться из рук акционеров в руки менеджеров компании. Следующий шаг, на который способен менеджмент, перехватывающий управление в компании, это выкуп компании у ее владельцев.

В табл. 25 по данным [22] приведена классификация средств и способов защиты от захвата на этапе интеграции после поглощения компаний.

Классификация средств и способов защиты от захвата на этапе интеграции после инвестирования в консолидацию бизнес-структур

Средства и способы защиты от захвата на этапе интеграции после инвестирования в поглощения бизнес-структур		
Защита прав собственности на акции	Защита основных активов компании	Препятствия перехвату управления
<ul style="list-style-type: none"> - Перевод акций в собственность оффшорной компании, - Передача акций в доверительное управление специализированному инвестору (банку, фонду и т.д.), - Передача акций во владение инвестору в страну, имеющую двухсторонний договор с Россией о защите капиталовложений, - Аккредитация компании при иностранных организациях (ассоциациях, палатах и др.) по защите прав инвесторов, - Распыление спорного пакета и перемеживание его с акциями, купленными на рынке, - Встречная скупка акций 	<ul style="list-style-type: none"> - Вывод активов, - рассредоточение активов в холдинге, - Ликвидация юридических лиц, входящих в цепочку передачи имущества, - Формирование подконтрольной кредиторской задолженности, - Взаимное обременение активов дружественными компаниями, - Уступка активов третьей стороне 	<ul style="list-style-type: none"> - Разработка внутренних документов (Уставов и др.), - Инвентаризация дочерних активов, - Оценка управляемости бизнесом, - Оценка корпоративной прозрачности, - Оценка системы прямого контроля собственности, - Управление менеджерами (контроль, предотвращение конфликтов, мотивация)

Нам представляется, что уже на этапе подготовки к интеграции при разработке программы консолидации компаний следует сформировать основные средства защиты новой компании от внешних и внутренних захватов.

Сопротивление интеграции со стороны работников объединяющихся компаний следует отнести в число значимых рисков инвестирования в поглощения. Такое сопротивление препятствует фактической реализации в фазе интеграции выгод от консолидации (ΔPV_{A+B}). На этапе подготовки к интеграции следует продумать систему стимулов и наказаний за неудовлетворительные результаты деятельности исполнителей. Следует разработать программу сотрудничества руководителей, отвечающих за результаты интеграции, и исполнителей; разъяснить работникам, то какая доля от общего эффекта интеграции и в какой форме будет получена работниками объединенной компании. Руководству уже при подготовке к интеграции следует сознательно пойти на определение уступки исполнителям, поделиться с ними частью выигрыша, с тем, чтобы преодолеть сопротивление преобразованиям. Опыт управления показывает, что в переходный период от одного состояния в организации к другому, когда требуется консолидация усилий каждого сотрудника, хорошим средством, объединяющим людей, является «политика равных жертв». При такой политике и руководители, и исполнители идут на материальные уступки, пропорциональные уровню их доходов. После того как трудности переходного периода преодолены их вознаграждение должно быть установлено соразмерно принесенным жертвам и вкладу в общее дело. Взаимное доверие исполнителей и руководителей следует формировать в процессе подготовки к интеграции. Начинать интеграцию без продуманной политики сотрудничества с исполнителями в демократических обществах малоперспективно.

Обеспечение сделки по консолидации бизнес-структур содержит следующие основные факторы риска:

- уровень поддержки ресурсами,
- уровень правового обеспечения сделки,
- подготовка переговоров.

Для успешной реализации сделки по консолидации требуются кадровые, информационные, финансовые, административные, организационно-управленческие ресурсы. Если объем или качество ресурсов, необходимых для поглощения неудовлетворительно, сделка может не состояться или осуществляться на условиях малопривлекательных для покупателя. На этапе подготовки к консолидации бизнес-структур следует предусмотреть ресурсы, определенную избыточность ресурсов, с использованием которых покупатель может заставить продавца подчиниться его воле. Следует иметь в виду, что дефицит ресурсов оказывает влияние на результаты важнейшего этапа предшествующего инвестированию - переговоры с руководителями компании-мишени. Недостаток ресурсов заставляет переговорщиков компании-покупателя блефовать. Такой метод переговоров может разрушить элементы, на которых основывается сотрудничество руководителей двух компаний, инициировать их противостояние.

Уровень правового обеспечения определяет риски того, что сделка по поглощению может быть признана ничтожной. На современном этапе недружественных поглощений, одной из наиболее эффективных технологий, используемой корпоративными захватчиками, выступает: выявление юридически спорных моментов в сделке по поглощению, опираясь на которые захватчики оспаривают законность приобретения имущества. Оспаривать законность владения имуществом можно либо в суде, либо на переговорах с покупателем компании-мишени. В процессе переговоров захватчик может оговорить для себя долю в бизнесе компании-покупателя не доводя дело до суда. Влиятельный захватчик поможет задним числом исправить в документах на владение имуществом недоработки покупателя. Для того, чтобы исключить подобную практику компании-покупателю следует обеспечить высокий уровень правового обеспечения сделки, используя авторитетные и влиятельные юридические фирмы, которые могут

нести имущественную ответственность перед инвестором в случае попытки захвата имущества.

Процесс переговоров руководителей компаний может генерировать риски, если он отклоняется от сценария компании-покупателя. В процессе переговоров центральными вопросами выступают:

- место и роли, предназначавшиеся для руководителей компании-мишени в администрации новой бизнес-структуры,
- формы и размер вознаграждения для руководителей компании-мишени,
- значение цены, уплаченной за поглощение компании-мишени.

Перечисленные вопросы взаимосвязаны. Например, если отдельный руководитель компании-мишени не удовлетворен должностью, предложенной ему в новой компании, то он требует отступных. За высокое вознаграждение руководители компании-мишени могут снизить значение цены, уплаченной продавцом.

Процесс переговоров требует выдержки, обоснованной позиции и терпения. Если процесс переговоров затягивается, то велик риск того, что посредники перекупят акции компании-мишени на рынке и поднимут их цену. Потому подготовку к переговорам между двумя компаниями следует осуществлять скрытно от посторонних лиц, а саму сделку проводить быстро.

Предложенная классификация основных факторов риска по элементам этапов подготовки к консолидации сможет использоваться при:

- прогнозировании интенсивности и продолжительности рисков инвестирования в консолидацию бизнес-структур,
- формировании средств и способов противостояния рискам инвестирования в консолидацию бизнес-структур,
- осуществлении сделки по инвестированию в консолидацию активов компании и интеграции после поглощения, для снижения ущерба от проявления плановых и внеплановых рисков.

Заключение

По результатам проведенного исследования можно сформулировать следующие выводы:

1. Анализ литературных источников позволил выделить следующие основные тенденции и причины активизации консолидации бизнес-структур: усиление глобальной конкуренции, концентрация мирового капитала, снижение национальных барьеров и либерализация экономического пространства, растущая активность институциональных инвесторов, расширение возможностей страхования рисков инвестирования.

Особенности инвестирования в поглощения в России определяются спецификой формирования пространства хозяйственной деятельности для бизнес-структур и заключается в:

- преобладающей роли государства, как самого крупного инвестора и игрока на рынке поглощений;
- противостоянии политических, экономических и силовых групп в борьбе за собственность на федеральном и местном уровнях;
- отсутствии условий для эффективной политической и экономической конкуренции, распространение олигополий и монополий;
- высоким уровнем незаконных враждебных поглощений;
- высоком уровне инфляции, существенно ухудшающем инвестиционный климат в стране.

Перечисленные особенности позволяют отнести инвестирование в консолидацию в России к высокорискованному виду инвестирования. Высокий уровень рисков определяет актуальность вопросов предварительной подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний.

2. В диссертации предложена классификация основных целей инвестирования для финансовых, стратегических и спекулятивных инвестиций в консолидацию бизнес-структур (см. табл. 4), а также

представлены характеристики наиболее распространенных видов инвестирования в консолидацию (см. табл. 5).

Разработанные классификации и характеристики целей инвестирования в консолидацию бизнес-структур может быть полезной для:

- выявления и оценки составляющих выигрыша от консолидации активов компаний,
- формулирования показателей стратегии компании-покупателя и новой интегрированной бизнес-структуры,
- отбора кандидатов на поглощение, удовлетворяющих требованиям инвестора,
- контроля степени соответствия ожидаемых и фактически достигнутых целей в стадии интеграции после консолидации.

3. Идентифицированы риски инвестирования на этапах подготовки к консолидации бизнес-структур.

Предложено выделить пять групп рисков, оказывающих влияние на затраты и результаты инвестирования в поглощения: глобальные (индуцированные), страновые, отраслевые, территориальные и корпоративные риски.

Идентификация основных рисков инвестирования в консолидацию активов компаний позволит:

- определить направления и масштабы потенциального ущерба от проявления рисков для инвестора,
- выделить подконтрольные и неподконтрольные риски для менеджеров компании-инвестора,
- учитывать последствия проявления рисков при оценке целесообразности и планировании поглощений бизнес-структур.

4. Разработаны методы оценки эффективности инвестирования в консолидацию бизнес-структур. В качестве обобщающих показателей оценки эффективности инвестирования в консолидацию активов компаний в работе используются показатели стоимости (цены) компаний. В общем виде

эффективность консолидации определяется соотношением выгоды и издержек для покупателя, которые можно представить в виде:

$$\Delta = B - I = PV_{A+B} - (PV_A + PV_B) - C_0 = \Delta PV_{A+B} - C_0 \quad (1),$$

где Δ, B, I – соответственно эффект, выгоды, издержки для инвестора,

PV_{A+B} - приведенная стоимость чистых денежных потоков после интеграции компаний А и Б,

PV_A, PV_B – приведенная стоимость чистых денежных потоков соответственно компаний А и Б до интеграции,

C_0 - цена, уплаченная за поглощение компании Б,

ΔPV_{A+B} – приведенная стоимость приращения чистых денежных потоков для инвестора после интеграции компаний А и Б.

Если покупатель на этапе подготовки осуществляет оценку консолидации активов с использованием частных показателей (доля рынка, себестоимость продукции, прибыль за год, оборачиваемость активов, рентабельность продаж и др.), то вероятность получения неудовлетворительного обоснования инвестиций растет. Обобщающую оценку консолидации бизнес-структур можно получить только на основе анализа стоимости объектов оценки. Стоимость объекта оценки концентрирует все другие характеристики такого объекта. Обоснование эффективности консолидации бизнес-структур следует осуществлять на основе стоимостных оценок. Такие оценки для увеличения их надежности могут быть дополнены частными показателями. Частные показатели помогают выявить источники роста стоимости, факторы, влияющие на стоимость. Однако, даже их исчерпывающая совокупность не позволяет получить обоснованную обобщающую оценку эффективности инвестирования в поглощение.

Для расчета составляющих формулы (1) предложено использовать одновременно доходный, рыночный и бухгалтерский подходы к оценке стоимости бизнес-структур. Использование трех подходов позволит выработать обоснованную обобщающую оценку инвестиционной

привлекательности компании-мишени и ожидаемой будущей стоимости объединенной компании.

В работе рассмотрены модели оценки инвестиционной стоимости компании с использованием дисконтирования будущих чистых денежных потоков и модель расчета рыночной стоимости акционерного капитала сравнительным методом. Предложенные корректировки модели оценки инвестиционной стоимости компании позволяют выделить в общем денежном потоке компании потоки денежных средства от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности и согласовать модель оценки стоимости компании, используемую на этапе подготовки к консолидации бизнес-структур с моделью управления денежными потоками в фазе интеграции компании после поглощения.

В диссертации проведены проверочные расчеты стоимости акционерного капитала действующей компании ОАО «Лебедянский» с использованием предложенных моделей оценки, которые показали возможность использования моделей для вычислений потенциальной стоимости акций поглощаемой бизнес-структуры. Сопоставление потенциальной стоимости компании, рассчитанной предложенными моделями, с текущей рыночной стоимостью этой компании позволит обосновывать эффективность инвестирования в консолидацию активов компании.

5. Разработана структура и содержание этапов подготовки к инвестированию в консолидацию активов компании, табл. 20.

В диссертации рассмотрено содержание всех перечисленных элементов и операций подготовки к инвестированию в консолидацию бизнес-структур.

Разработанные структура и содержание этапов подготовки к инвестированию в консолидацию бизнес-структур смогут быть полезны для:

- синхронизации и координации деятельности участников сделки по поглощению (покупатель, финансовые консультанты, кредитные и инвестиционные институты, юридические компании и др.),

- подготовки программы интеграции активов компаний после поглощения,
- обоснования ресурсного обеспечения инвестирования в консолидацию активов компании.

6. В работе разработаны и описаны элементы и операции финансового обеспечения инвестиций в консолидацию бизнес-структур. Разработка программы финансирования и рефинансирования инвестиционной деятельности, реализуемой через поглощение бизнес-структур, является одним из важнейших этапов на фазе подготовки к инвестированию в консолидацию активов компаний.

Последовательность и содержание этапов и операций подготовки финансирования инвестирования в поглощения бизнес-структур представлена в табл. 22.

7. Предложена классификация факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к инвестированию в консолидацию бизнес-структур.

В табл. 24 представлена разработанная классификация основных факторов рисков инвестирования на этапах подготовки к поглощениям бизнес-структур.

Предложенная классификация основных факторов риска по элементам этапов подготовки к инвестированию в консолидацию может быть использована при:

- прогнозирования интенсивности и продолжительности рисков инвестирования в консолидацию бизнес-структур,
- формирования средств и способов противостояния рискам инвестирования в консолидацию бизнес-структур,
- осуществления сделки по приобретению и интеграции активов после консолидации, для снижения ущерба от проявления подконтрольных и неподконтрольных рисков.

8. Личный вклад автора в проведенное исследование

Личный вклад автора в проведенное исследование состоит в следующем:

- установлены существенные особенности пространства хозяйственной деятельности, влияющие на процессы инвестирования при консолидации активов (преобладающая роль государства, как самого крупного собственника; противостояние политических, экономических и силовых групп в борьбе за собственность на федеральном и местном уровнях; отсутствие условий для эффективной политической и экономической конкуренции, распространение олигополий и монополий).
- разработана классификация целей инвестирования при консолидации активов, которая может быть полезной для: выявления и оценки составляющих выигрыша; формирования показателей стратегии компании-инвестора и новой интегрированной организации; отбора кандидатов на консолидацию, удовлетворяющих требованиям инвестора; контроля степени соответствия ожидаемых и фактически достигнутых целей в стадии интеграции после консолидации;
- сформированы обобщающие и частные показатели оценки инвестиций при консолидации активов. В качестве обобщающих показателей оценки целесообразности инвестирования в поглощения используются показатели стоимости (цены) компаний, а в качестве частных показателей доля рынка, себестоимость продукции, прибыль за год, оборачиваемость активов, рентабельность продаж и другие, отображающие значимые цели консолидации;
- усовершенствованы методы оценки инвестиций в консолидацию активов: метод дисконтированного денежного потока и сравнительный метод. Предложенные усовершенствования позволяют выделить в общем денежном потоке компании потоки денежных средства от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, согласовать оценки стоимости инвестиций, используемые на этапе подготовки к консолидации с моделью управления денежными потоками в фазе интеграции компании после консолидации;

- разработана методика подготовки к инвестированию, которая позволяет: синхронизировать и координировать деятельности участников процессов инвестирования при консолидации активов компаний; подготовить программу интеграции активов компаний и обосновать ресурсное обеспечение инвестирования в консолидацию активов;
- разработана методика финансового обеспечения инвестирования при консолидации активов, которая позволит разрабатывать планы финансовой деятельности компании-инвестора и объединенной бизнес-структуры;
- классифицированы основные факторы рисков инвестирования на этапах подготовки к консолидации организаций, позволяющие прогнозировать интенсивность и продолжительность рисков инвестирования; формировать и планировать средства и способы противостояния рискам инвестирования при консолидации активов компаний.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в:

- выявлении отечественных особенностей, определяющих состояние среды хозяйствования, которые существенным образом влияют на затраты и результаты инвестирования в консолидацию активов компаний;
- разработке классификации целей инвестирования в поглощения, предназначенной для отбора кандидатов на инвестирование, удовлетворяющих требованиям покупателя и идентификации и контроля степени соответствия ожидаемых и фактических результатов в стадии интеграции после объединения активов;
- совершенствовании методов оценки инвестиций в консолидацию активов, позволяющих прогнозировать стоимость компании-мишени и интегрированной компании в стадии подготовки к инвестированию;
- формировании методики подготовки к инвестированию, позволяющей планировать этапы и операции по консолидации активов и обосновывать их ресурсное обеспечение;

- формировании методики по финансовому обеспечению инвестирования в консолидацию, предназначенной для согласования действий участников сделки по консолидации;
- формировании классификации основных факторов инвестиционных рисков, способствующей прогнозированию параметров рисков и планированию способов предотвращения и снижения отрицательных последствий рисков.

Литература

1. Антикризисное управление: общие основы и особенности России. Учебное пособие/ Под ред. Г.А. Ларионова – М.: Изд. Дом «Дашков и К», 2001.
2. Афанасьев М.П. Корпоративное управление на российских предприятиях. М., 2002.
3. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. М.: Интерэксперт, ИНФРА-М, 1995.
4. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.1, Т.2. – К.: Ника-Центр, 1999.
5. Брейли Ричард, Майерс Стюарт. Принципы корпоративных финансов/ Пер. с англ. – М.: ЗАО «Бизнес-Олимп», 1997.
6. Большой экономический словарь/ ред. А.Н. Азреилияна. М.: Институт новой экономики, 1997.
7. Ван Хорн Дж. Основы управления финансами / Пер. с англ. – М.: Финансы и кредит, 1997.
8. Воропаев В.И. Управление проектами в России. М.: Алане, 1995.
9. Воронин С.В., Воронин М.С. Слияния и поглощения компаний и банков в условиях современных процессов глобализации мировой экономики. Научные доклады Центра управленческих и институциональных исследований факультета менеджмента СПбГУ. № 2002-15.
10. Гительман Л.Д. Преобразующий менеджмент. Лидерам реорганизации и консультантам по управлению. М.: Дело, 1999.
11. Голш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании/ Пер. с англ. – М. Дело, 2000.
12. Гурков И.Б. Адаптация промышленной фирмы: теория и практика. М.: ВШЭ, 1997.
13. Гурков И.Б. Стратегический менеджмент организации. – М., 2001.

14. Гэлловей Л. Операционный менеджмент / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2002.
15. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М.: Олимп, 2005.
16. Джай К. Шим, Джойл Г. Сигел. Основы коммерческого бюджетирования/ пер. с англ. – СПб.: Азбука, 2001.
17. Друкер П. Задачи менеджмента в XXI веке: Учебное пособие / пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2001.
18. Друкер П. Теория бизнеса. Вестник Санкт-Петербургского Университета. Серия 8. Менеджмент. Выпуск 4, 2002.
19. Дэвид А. Аакер. Стратегическое рыночное управление/пер. с англ. – СПб.: Питер, 2002
20. Ергин Д. Всемирная история борьбы за нефть, деньги и власть / пер. с англ. – М.: Де Ново, 1999.
21. Занг В.Б. Синергетическая экономика. – М.: Мир, 1999.
22. Катькало В.С. Ресурсная концепция стратегического управления: генезис основных идей и понятий. Вестник Санкт-Петербургского Университета. Менеджмент. Серия 8. Выпуск 4. 2002.
23. Киселева Е.М. Процесс диагностики в антикризисном управлении промышленным предприятием: СПб: Аэрокосмическое приборостроение России. Национальная ассоциация авиаприборостроителей. Сб. ст./ Серия 1 Выпуск 5, 2002.
24. Киран Улош. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. / пер. с англ. – М.: Дело, 2000
25. Колесов Д.Н., Михайлов М.В, Хованов Н.В.. Оценка сложных финансово-экономических объектов с использованием системы поддержки принятия решений АСПИД-3W, ОЦЭиМ СПб, 2004
26. Коупленд Том, Колер Тим, Мури Джек. Стоимость компаний: оценка и управление / пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.

27. Кричевский М.Л. Методы социально-экономического прогнозирования. – Уч. Пос., СПб, ГУАП, 2003.
28. Минцберг Г., Брюс А., Лэмпел Дж. Школы стратегий. Пер. с англ. – СПб. Питер, 2000.
29. Маргарет Тетчер. Искусство управления государством. Стратегии для меняющегося мира / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2003.
30. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль/ Пер. с англ. М.Я.Каждана; Научн. ред. В.Г. Гребененников. - М.Дело, 2003.
31. Патрик Г., «Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса», М.: Альпина., 2004
32. Портер М. Конкуренция: Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000
33. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения, М.:«Дело», 2005
34. Рудык Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения, М.:«Дело», 2005
35. Рыночное хозяйствование и риски/ Архангельский В.Н., Горланов Г.В., докт. экон. наук, профессора. Гуртов В.К., канд. экон. наук, доц. И др. Рос. акад. гос. службы при Президенте РФ. – СПб.: Наука, 2000
36. Сироткин В.Б. Обеспечение надежности инвестирования в реальный сектор экономики: Монография/ СПбГААП, СПб, 1997
37. Сироткин В.Б. Финансовый менеджмент компаний. Учебное пособие. – СПб.: СПбГУАП, 2001.
38. Сироткин В.Б. Финансы и кредит: рынки капиталов, денежно-кредитная система: Учебное пособие / СПб ГУАП. СПЮ. 2000.
39. Скотт М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2000.
40. Стариков В.Е. Разработка критериев и механизмов управления интеграцией инвестиций после слияния бизнес-структур. Диссертация на

соискание ученой степени кандидата экономических наук. СПб, ГУАП, 2004, с. 103

41. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. – М., ИНФРА-М, 1999.

42. Сорос Дж. Алхимия финансов: Пер. с англ. – М., ИНФРА-М, 1996.

43. Статистические данные бюро экономического анализа при ИЭ РАН

44. Стюарт Джеймс. Алчность и слава Уолл-Стрит/ Пер. с англ. – М.: Альпина, 2000.

45. Тэрано Т., Асаи К., Сугэно М. Прикладные нечеткие системы. – М.: Мир, 1993.

46. Финансовый менеджмент: теория и практика. Под ред. чл. корр. АМИР Е.С. Стояновой. М.: Перспектива, 1996.

47. Финансовое планирование и контроль. 2-е издание. Под ред. М.А. Поукока, А.Х. Тейлора. М., ИНФРА-М, 1996.

48. Фостер Рид Стенли. Искусство слияний и поглощений / Стенли Фостер Рид, Александр Рид Лажу / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 200

49. Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп «Оценка компаний при слияниях и поглощениях»

50. Хан Д. Планирование и контроль, М.: Олимп, 2003

51. Хованов Н.В. Оценка сложных экономических объектов и процессов в условиях неопределенности: К 95-летию метода сводных показателей А.Н. Крылова, Вестник Санкт-Петербургского Университета, № 1, 2005 СПб

52. Хелферд Э. Техника финансового анализа, Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2001

53. Четыркин Е. Методы финансовых и коммерческих расчетов. М.: Дело, 1992.

54. Шапуров Д. Комплексная реструктуризация корпорации. Слияния и поглощения. № 2, 2003.

55. Шим Джай К., Сигел Джойл Г. Основы коммерческого бюджетирования/ Пер. с англ. – СПб.: Азбука, 2001.

56. Pearl R. The Introduction o Medical Biometry and Statistics. Philadelphia, 1930; Ibid. The Natural History of Population. L., 1939
57. www.mergers.ru
58. Белых А. Войти в долю. Санкт-Петербургский журнал для малого и среднего бизнеса. Апрель 2006 № 7 (47).
59. Богданчиков С. Прыгнуть выше головы. Ведомости Smart Money 13.03.2006.
60. Бутрин Д. Наука разорять. Коммерсантъ-Власть № 15 (699). 17 апреля 2006.
61. Ведомости, № 118, 21.11.06. Мировой рынок слияний и поглощений.
62. Волков А., Привалов А. Апология собственности. Эксперт, 25 апреля-1 мая 2005, № 16 (463).
63. Глушенкова М. Рушайло П. Покупательская дееспособность. Коммерсантъ-Деньги, № 15 (571) 04-23.04.2006
64. Инфляция упрямее министров. Эксперт № 44 21-27 ноября 2005.
- 65.Ионцев М. Перехват управления в компании-цели: вопросы технологии. Слияния и поглощения. № 5 (15), 2004
66. Катькало В.С. Исходные концепции стратегического управления и их современная оценка. Российский журнал менеджмента. Т.1, №1, 2003.
67. Катькало В.С. Теория стратегического управления: этапы развития и основные парадигмы. Научные доклады Центра управленческих и институциональных исследований факультета менеджмента СПбГУ №2002
68. Карасюк Е.А. На все рынки мастер. – М., Альпина Паблишер, 2004.
- 69.Леонтьев С., Финкельштейн Г. Мифы при слияниях по-русски. Слияния и поглощения. № 4, 2003.
70. Молотников А. Особенности корпоративного конфликта между собственниками бизнеса и членами органов управления. Слияния и поглощения, № 4 (14), 2004
71. Орехин П. Газификация и мистификация. Business/Week Россия. 17 апреля 2006, № 14.

72. Примаков Е. Национальные идеи. Санкт-Петербургский журнал для малого и среднего бизнеса. Апрель 2006 № 7 (47).
73. Рейтинг инвестиционной привлекательности российских регионов: 2004-2005 годы. Эксперт № 44, 21-27 ноября 2005г, стр. 111-143
74. Рушайло П. В России слишком много акционерных обществ. Коммерсантъ-деньги. 27 марта-2 апреля 2006 года, № 121 (568).
75. Терентьев И. «Альфа-розница» Финанс 17-23 апреля 2006, №15.
76. Томилина Э. Оценка в слияниях и поглощениях: российский вариант. Слияния и поглощения. № 8, 2003.
77. Фазран Р. Голубые фишки Business/Week Россия. 17 апреля 2006
78. Хакимов Т. Враждебные поглощения: технология, стратегия и тактика нападений. Слияния и поглощения. № 1, 2003
79. Эксперт № 44 21-27 ноября 2005. Ресурсы поглощений. Борис Рубцов
80. Ясин Е. Включился механизм торможения модернизации. Известия. 3.04.2006.
81. Thomson Financial: показатели объявленных и заключенных M&A сделок. Слияния и поглощения, № 1, 2003

Приложение 1

Расчет текущей стоимости основной деятельности поглощаемой компании в прогнозном периоде

		2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009 E	2010 E
Свободный денежный поток (FCFF) млн.долл.		1,2	59,0	57,5	112,8	137,7	158,3	176,2
WACC, %		12,71	12,43	12,14	11,86	11,57	11,29	11,00
Период		0	1	2	3	4	5	6
Коэффициент дисконтирования		1,00	0,89	0,80	0,71	0,65	0,59	0,53
Дисконтированные поток, млн.долл.		1,2	52,5	45,7	80,6	88,9	92,7	94,2
Текущая стоимость потока прогнозного периода, млн. долл.	456							
Дисконтированная продленная стоимость, млн.долл.	1 213							
Стоимость компании, млн. долл.	1 666							
Чистый долг, млн. долл.	34							
Фундаментальная стоимость акционерного капитала, млн.долл.	1 632							
Фундаментальная стоимость обыкновенной акции, долл.	80,0							

Приложение 2

Бухгалтерские балансы ОАО «Лебедянский» за 2002-2004 гг.

в млн.долл. США	2002	2003	2004
АКТИВЫ			
Внеоборотные активы	40	56	90
Основные средства	37	56	88
Инвестиции в зависимые предприятия	3	0	0
Прочие внеоборотные активы	0	0	2
Оборотные активы	46	72	101
Запасы	20	31	42
<i>Оборачиваемость запасов, дн.</i>	57	63	70
Торговая и прочая дебиторская задолженность	24	36	56
<i>Оборачиваемость дебиторской зад-ти, дн.</i>	50	48	54
Инвестиции в ценные бумаги и прочие финансовые активы	1	1	1
Денежные средства и их эквиваленты	1	4	2
Итого активы	86	128	191
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Уставный капитал и резервы	37	78	120
Уставный капитал	0,42	0,45	0,48
обыкновенные акции	0,42	0,45	0,48
Эмиссионный доход	0	5	11
Нераспределенная прибыль	37	71	106
Собственный капитал	37	76	117
Доля миноритарных акционеров	0	2	3
Долгосрочные обязательства	18	20	31
Долгосрочные кредиты и займы	16	16	22
Отложенные налоговые обязательства	2	4	5
Прочие долгосрочные обязательства	0,11	0,10	4,08
Краткосрочные обязательства	30	29	39
Краткосрочные кредиты и займы	19	4	6
Торговая и прочая кредиторская задолженность	11	25	31
<i>Оборачиваемость кредиторской зад-ти, дн.</i>	31	51	51
Прочие краткосрочные обязательства	0	0	2
Итого собственный капитал и обязательства	86	128	191

Приложение 3

Отчеты о прибылях и убытках ОАО «Лебедянский» за 2002-2004 гг.

<i>в млн.долл. США</i>	2002	2003	2004
Выручка от реализации продукции	175	273	376
Себестоимость реализованной продукции	128	179	220
Валовая прибыль от реализации	47	94	156
Расходы на реализацию	22	32	55
Коммерческие и административные расходы	9	13	19
Прочие операционные расходы/(доходы), нетто	0	1	0
Прибыль от операционной деятельности	16	48	82
Процентные расходы	1	2	0
Расходы/(доходы) от инвестиционной деятельности	0	1	6
Прибыль до налогообложения	15	45	76
Налог на прибыль	5	11	22
Прибыль после налогообложения	10	34	54
Доля миноритарных акционеров	0	0	-1
Чистая прибыль за год	10	34	53
Количество обыкновенных акций	20411 300	20411 300	20411 300
Амортизация основных средств	2	4	6

Приложение 4

Прогноз бухгалтерского баланса на период 2005-2010 гг.

в млн.долл. США	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
АКТИВЫ						
Внеоборотные активы	109	147	151	152	153	157
Основные средства	107	145	149	150	151	155
Прочие внеоборотные активы	2	2	2	2	2	2
Оборотные активы	167	223	334	466	616	780
Запасы	51	63	74	86	97	109
<i>Оборачиваемость запасов, дн.</i>	60	60	60	60	60	60
Торговая и прочая дебиторская задолженность	73	90	106	122	138	155
<i>Оборачиваемость деб-й зад-ти, дн.</i>	50	50	50	50	50	50
Инвестиции в ценные бумаги и прочие финансовые активы	1	1	1	1	1	1
Денежные средства и их эквиваленты	42	69	153	258	380	516
Итого активы	276	370	485	618	769	937
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА						
Уставный капитал и резервы	194	284	392	516	658	816
Уставный капитал	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
обыкновенные акции	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
Эмиссионный доход	11	11	11	11	11	11
Нераспределенная прибыль	179	270	378	502	643	801
Собственный капитал	191	281	389	513	655	813
Доля миноритарных акционеров	3	3	3	3	3	3
Долгосрочные обязательства	29	20	17	14	12	9
Долгосрочные кредиты и займы	20	11	8	5	3	0
Отложенные налоговые обязательства	5	5	5	5	5	5
Прочие долгосрочные обязательства	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Краткосрочные обязательства	54	65	76	88	99	112
Краткосрочные кредиты и займы	8	10	11	13	15	18
Торговая и прочая кредиторская задолженность	44	53	63	73	82	92
<i>Оборачиваемость кредиторской зад-ти, дн.</i>	51	51	51	51	51	51
Прочие краткосрочные обязательства	2	2	2	2	2	2
Итого собственный капитал и обязательства	276	370	485	618	769	937

Приложение 5

Скорректированный баланс за период с 2005 по 2010 г.г.

в млн.долл. США	2003	2004	2005 Е	2006 Е	2007 Е	2008 Е	2009 Е	2010 Е
АТИВЫ								
Операционные активы	128	194	242	311	345	376	406	441
<i>Внеоборотные операционные активы</i>	56	88	107	145	149	150	151	155
Основные средства	56	88	107	145	149	150	151	155
<i>Оборотные операционные активы</i>	72	106	135	166	196	226	255	286
Запасы	31	42	51	63	74	86	97	109
Дебиторская задолженность	36	56	73	90	106	122	138	155
<i>Доля денежных средств, используемых в основной деятельности, %</i>	2,00 %							
Денежные средства, используемые в операционной деятельности	5	8	11	13	15	18	20	23
Неоперационные активы	0	-3	35	59	140	243	363	496
<i>Внеоборотные неоперационные активы</i>	0	2	2	2	2	2	2	2
Прочие активы	0	2	2	2	2	2	2	2
<i>Оборотные неоперационные активы</i>	0	-5	33	57	138	241	361	494
Инвестиции в ценные бумаги	1	1	1	1	1	1	1	1
Денежные средства	-1	-6	32	56	137	240	360	493
ИТОГО АКТИВЫ	128	191	276	370	485	618	769	937
ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ								
Совокупные средства инвесторов	102	153	227	310	416	539	681	839
<i>Процентный долг</i>	20	28	28	21	19	18	18	18
Краткосрочный процентный долг	4	6	8	10	11	13	15	18
Долгосрочный процентный долг	16	22	20	11	8	5	3	0
<i>Скорректированный собственный капитал</i>	82	125	199	289	397	521	663	821
Собственный капитал	76	117	191	281	389	513	655	813
Миноритарная доля	2	3	3	3	3	3	3	3
Отложенные налоговые обязательства	4	5	5	5	5	5	5	5
Беспроцентный долг	25	37	50	59	69	79	88	98
<i>Краткосрочный беспроцентный долг</i>	25	33	46	55	65	75	84	94
<i>Долгосрочный беспроцентный долг</i>	0	4	4	4	4	4	4	4
ИТОГО ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ	128	191	276	370	485	618	769	937

Приложение 6

Построение денежного потока ОАО «Лебедянский».

<i>в млн.долл. США</i>	2003	2004	2005 Е	2006 Е	2007 Е	2008 Е	2009 Е	2010 Е
Операционный инвестированный капитал	103	161	196	255	280	301	322	347
<i>Операционный оборотный капитал</i>	47	73	89	110	131	151	171	192
Операционные оборотные активы	72	106	135	166	196	226	255	286
Текущие беспроцентные обязательства	25	33	46	55	65	75	84	94
<i>Чистые основные средства</i>	56	88	107	145	149	150	151	155
<i>Амортизация</i>	4	6	7	7	8	9	10	11
<i>Чистые инвестиции</i>	30	57	36	59	25	21	21	25
Валовые инвестиции	34	63	42	66	33	30	31	35
NOPLAT	36	58	95	116	138	159	179	201
<i>Операционная прибыль (ЕБИТ)</i>	48	82	125	153	181	209	236	264
<i>Ставка налога</i>	24,44 %	28,95 %	24,00 %	24,00 %	24,00 %	24,00 %	24,00 %	24,00 %
Налог на прибыль	11	22	29	36	42	49	56	62
Прибыль налогообложения	45	76	121	149	177	205	232	260
Валовый денежный поток	40	64	101	124	146	167	189	212