ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

на правах рукописи

ББК:65.9(2Р)290-21
С34

СИДОРЕНКО ЮРИЙ СЕРГЕЕВИЧ

СПЕЦИФИКА ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПРИОБРЕТЕНИЯХ

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель
к.э.н., доц. Тазихина Т.В.

МОСКВА

2006

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....3

Глава 1. Слияния и приобретения как фактор увеличения стоимости бизнеса.....13

1.1 Экономическая сущность слияний и приобретений. 13

1.2 Стоимость как основной критерий эффективности сделок слияний и приобретений. 26

1.3 Влияние слияний и приобретений на стоимость компании. 37

1.4 Премии за размер и контроль как факторы стоимости в рамках сделок слияний и приобретений. 52

Глава 2. Оценка стоимости компаний для целей слияний и приобретений в России.....63

2.1 Основные тенденции развития рынка слияний и приобретений в России. 63

2.2 Классификация слияний и приобретений, основные формы структурирования сделок слияний и приобретений в России. 69

2.3 Виды стоимости, используемые в оценке для целей слияний и приобретений компаний. 81

2.4 Распределение создаваемой стоимости между участниками сделок слияний и приобретений.93

Глава 3. Совершенствование оценки стоимости компаний для целей слияний и приобретений. 98

3.1 Анализ влияния юридической структуры сделок слияний и приобретений на стоимость бизнеса. 98

3.1.1. Возможность досрочного предъявления требований со стороны кредиторов 101

3.1.2. Выплата дивидендов после одобрения условий реорганизации. 103

3.1.3. Разрыв в начислении амортизации для целей налогового учета. 106

3.1.4. Образование бухгалтерского непокрытого убытка вследствие реорганизации 107

3.2 Влияние структуры капитала на оценку стоимости компании для целей слияний и приобретений. 114

3.3 Слияния и приобретения компаний со сложной структурой акционерного капитала. 128

Заключение 140

Список использованной литературы.....144

Приложения 153

Введение

Слияния и приобретения, а также их разновидность – поглощения публичных компаний, являются неотъемлемыми процессами любой рыночной экономики. Компании во всем мире стоят перед выбором модели развития: органический рост за счет расширения собственных производственных мощностей или активный рост за счет слияний и приобретений других компаний. Первая модель более консервативна, вторая – сопряжена с большим риском, но при этом может значительно увеличить благосостояние бенефициаров компании.

Мировая практика показывает, что рост масштабов бизнеса за счет слияний и приобретений (поглощений) позволил некоторым компаниям превратиться в лидеров в том или ином сегменте бизнеса и дал возможность в лучшей мере использовать свои конкурентные преимущества по сравнению с компаниями, выбравшими ограниченный рост в качестве модели своего развития. Процессы консолидации через слияния и приобретения не обошли стороной российскую экономику. В нашей стране уже существуют целые отрасли, структура которых сформировалась в результате волн слияний и приобретений независимых игроков рынка – нефтяная отрасль, черная металлургия, сотовая связь, целлюлозно-бумажная промышленность, пивная индустрия, цементная промышленность и др. Слияния и приобретения позволили компаниям Вымпелком и МТС превратиться в лидеров сотового рынка стран СНГ. Компания Русснефть за счет приобретений средних по размеру нефтяных компаний в 2004 году увеличила добычу нефти более чем в 5 раз и вошла в десятку крупнейших нефтяных компании России.

Объем рынка слияний и приобретений в России постоянно растет и в стоимостном выражении за 2004-2005 гг. составил более $ 70 млрд. При этом растет не только объем сделок, но и постоянно увеличивается их сложность. В структурировании слияний и приобретений активно используются инструменты и возможности финансовых рынков, в т.ч. международных. Появились такие сложные формы финансирования приобретений компаний

как финансирование с использованием заемных средств, в том числе путем выпуска облигаций (LBO), выкупа компании за счет заемных средств ее менеджментом (MBO). С каждым годом все больше и больше сделок происходит с участием публичных компаний, появились первые сделки поглощения публичных компаний, которые на западе составляют значительную часть слияний и приобретений. Среди последних примеров – поглощение в марте 2006 г. публичной американской нефтяной компании Chapparal Resources, все активы и производственная деятельность которой сосредоточены в Казахстане, российской публичной нефтяной компанией ОАО «Лукойл». Широкое многообразие возможных форм структурирования слияний и приобретений и форм финансирования сделок, делающих возможным существенно изменять структуру капитала консолидируемой компании, значительно затрудняют ее оценку.

Заинтересованными лицами в оценке стоимости бизнеса и определении стоимостного эффекта планируемого слияния или приобретения являются как менеджеры консолидируемых компаний, так и их акционеры. При этом каждая из участвующих в сделке сторон проводит собственную оценку и анализирует влияние сделки на стоимость управляемого или принадлежащего бизнеса. В сделках слияний и приобретений с использованием заемного финансирования, когда предметом залога становятся акции консолидируемой в результате сделки компании, заинтересованными лицами в проведении оценки стоимости становятся кредиторы компании, которыми в большинстве случаев являются банки, предоставляющие или организующие заемное финансирование. Особый спрос на оценку и анализ влияния сделок слияний и приобретений на стоимость бизнеса рождают публичные компании. Общепринятой практикой при одобрении сделок слияний и приобретений публичными компаниями является получение заключения о справедливости финансовых условий сделки для акционеров компании (fairness opinion). Заключение о справедливости обычно готовится инвестиционными банками в консорциуме

с оценочными компаниями, которые выражают мнение о том, как сделка повлияет на рыночную стоимость компании и/или рыночную стоимость отдельных пакетов акций, и, соответственно, являются ли финансовые условия планируемой сделки справедливыми для акционеров и самой компании. Примерами недавних крупных сделок, в которых использовались заключения о справедливости, являются приобретение российской газовой монополией ОАО «Газпром» нефтяной компании ОАО «Сибнефть», слияния генерирующих компаний (ОГК и ТГК) в рамках реструктуризации ОАО «РАО «ЕЭС России», приобретение российской сотовой компанией ОАО «Вымпелком» мобильного оператора ЗАО «Украинские радиосистемы». По мере количественного и качественного роста российского рынка слияний и приобретений спрос на оценку в соответствующих целях будет только расти.

Оценка для целей слияний и приобретений – удел специалистов самих компаний и инвестиционных банкиров, что означает обладание наиболее полной информацией об оцениваемой компании, широкий доступ к рыночным источникам информации, наличие опыта проведения подобных сделок и знание их непубличных деталей, высокую квалификацию привлекаемых специалистов.

Между тем, согласно данным международной статистики, лишь только 40% сделок может быть признано успешными с точки зрения акционеров, поддержавших их. Остальные 60% сделок приводят к потере стоимости инициировавших их компаний[1]. Это, прежде всего, свидетельствует об ошибках, допущенных при планировании сделок, главным образом, при неправильной оценке стоимости компаний. Неточные результаты оценки объясняются как выбором изначально ошибочных прогнозов относительно перспектив развития бизнеса, так и неверно выбранной методологией его оценки, не учитывающей особенности и последствия выбранных вариантов финансового и правового структурирования сделки слияния или

[1] Источник: Исследование McKinsey: Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд./ Перевод с английского – М.: Олимп-Бизнес, стр. 438.

приобретения другого бизнеса. При этом использование западных методик оценки стоимости бизнеса для целей слияний и приобретений без их адаптации к условиям российской правовой среды невозможно.

Таким образом, объективная необходимость в совершенствовании методологии оценки стоимости бизнеса при слияниях и приобретениях с учетом специфики российского законодательства обусловлена как ростом количества и масштаба сделок, так и увеличением их сложности. В условиях консолидации отдельных отраслей российской экономики и активного использования слияний и приобретений как одного из инструментов перераспределения собственности в рыночной экономике все большее количество российских специалистов, занимающихся оценочной деятельностью, сталкиваются с проблемами оценки бизнеса для целей слияний и приобретений. Необходимость развития и совершенствования методологии оценки стоимости бизнеса для целей слияний и приобретений российских компаний формирует спрос на теоретические исследования, посвященные данной теме.

В экономической литературе проблемам, связанным со слияниями и приобретениями, посвящены работы следующих западных авторов – Зв. Боди, Р. Брейли, Дж. Ван Хорна, Р. Вестерфилда, Т. Галпина, П. Гохана, Б. Джордана, А. Лажу, С. Майерса, Р. Мертона, С. Рида, С. Росса, Е.Фама, Дж. Финнерти, М. Хэндона. Среди отечественных авторов, занимающихся проблемами слияний и приобретений, следует выделить - Ю.Б. Авхачева, М.Д. Аистову, И.Ю.Беляеву, И.Г. Владимирову, Ю.В. Игнатишина, Н.Ю. Канину, А.Д. Радыгина, Н.Б. Рудык, С.В. Савчука, Е.В. Семенкову, Н.А. Шмелеву, Р.М. Энтова, М.А. Эскиндарова. Данные работы уделяют внимание, прежде всего, описанию механизма реализации сделок слияний и приобретений и экономическим мотивам к реализации таких сделок. Существуют также ряд работ, посвященных вопросам оценки стоимости компаний и рассматривающих сделки слияний и приобретений как один из факторов увеличения стоимости компаний. Среди западных авторов таких

работ выделяются Д. Бишоп, А.Демодаран, В. Дженикcон, М.Дженсен, П. Фернандез, Т.Коллер, Т.Коупленд, Х.Лайтбоди, Дж. Мурин, Б. Пешеро, Р. Рубак, К. Феррис, Ф.Эванс. Данные работы не могут быть использованы без соответствующей адаптации к российской специфике ввиду разной степени развития российского и западного рынков слияний и приобретений и специфичных особенностей российской правовой среды. Исследования отечественных ученых, затрагивающих проблемы оценки бизнеса при слияниях и приобретениях, представлены работами С.В. Валдайцева, А.Б. Волчкова, А.Г. Грязновой, Е.Н. Ивановой, И.В. Ивашковской, Т.В. Тазихиной, Э. Томилиной, М.А. Федотовой, Г.А. Шариновой, О.Н. Щербаковой, К.Э. Эдонца. Большинство отечественных работ относится к периоду 1999-2001 гг. и не учитывает произошедший к настоящему моменту времени качественный рывок в развитии российского рынка слияний и приобретений, что выражается в появлении новых форм юридического и финансового структурирования сделок слияний и приобретений, а также большей прозрачности самих сделок. Специфичные вопросы оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях, связанные с вариантами структурирования сделки и ее финансирования, имеющими существенные последствия для бизнеса консолидируемой компании, а именно: юридическая структура сделки, изменение структуры финансирования компании, решение относительно судьбы привилегированных акций для компаний со сложной структурой акционерного капитала, изменение рисков бизнеса вследствие роста его масштабов за счет слияний и приобретений, изменение распределения долей акционеров консолидированной компании и др. остаются недостаточно исследованными.

Данное исследование направлено на анализ особенностей оценки стоимости бизнеса в рамках слияний и приобретений и разработку предложений по совершенствованию методов оценки стоимости бизнеса в рамках сделок слияний и приобретений с учетом особенностей

структурирования и реализации сделок слияний и приобретений российских компаний.

В рамках проведения исследования диссертантом были поставлены следующие задачи:

- Уточнение понятий и классификация слияний и приобретений;
- Анализ источников создания стоимости в результате сделок слияний и приобретений;
- Исследование премий за размер и за контроль как ключевых факторов стоимости при реализации сделок слияний и приобретений для консолидируемых компаний и их собственников;
- Выявление основных тенденций развития российского рынка слияний и приобретений;
- Определение видов стоимости, используемых в рамках оценки при слияниях и приобретениях;
- Исследование возможных форм юридического структурирования сделок слияний и приобретений в рамках российского правового пространства, влияние данных форм на стоимость консолидированной компании;
- Анализ недостатков современных методов дисконтирования денежных потоков и определение подходов к оценке стоимости бизнеса при меняющейся структуре капитала. Подходы к анализу и оценке стоимости в рамках сделок с использованием долгового финансирования;
- Анализ подходов к структурированию сделок, участниками которых выступают компании со сложной структурой акционерного капитала. Анализ необходимости и разработка подходов к оценке привилегированных акций.

Исследование проводилось на основе анализа и участия в конкретных сделках слияний и приобретений российских компаний, а также компаний стран СНГ и анализа российского, а также зарубежного законодательства.

Объектом исследования выступают сделки слияний и приобретений российских компаний и компаний стран СНГ. Предметом исследования является методология оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях.

Методология диссертационной работы основана на системном подходе к исследованию проблем оценки российских компаний (бизнеса) для целей слияний и приобретений. В диссертации использованы следующие методы научного познания: моделирование, абстрагирование, методы эмпирического исследования (наблюдение, сравнение, измерение), анализ, синтез, индукция и дедукция.. Графическое описание выполнено посредством графиков, диаграмм, схем.

Теоретической основой диссертации явились труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам слияний и приобретений и оценки стоимости компаний (бизнеса). В работе также использованы российские нормативно-правовые акты, материалы научных конференций, публикации в периодических изданиях, методические материалы российских и международных инвестиционных банков. Источником фактических данных явились базы данных финансовой информации Bloomberg, ISS, Reuters, СКРИН, Factiva, Mergermarket.

Исследование проведено в рамках п. 7.3. Паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

К основным результатам диссертационного исследования, обладающим элементами научной новизны, относятся следующие положения:

1. Определены и показаны во взаимосвязи виды стоимости, используемые при оценке для целей слияний и приобретений. При этом для целей оценки при слияниях и приобретениях введено понятие относительной стоимости, выражаемой с помощью коэффициентов

конвертации/обмена и не имеющей абсолютного значения. Определены подходы к расчету относительной стоимости (на примере электроэнергетических компаний);

2. В рамках действующих российских нормативно-правовых актов проанализировано влияние юридической формы структурирования сделки слияния/приобретения на стоимость консолидированной компании. В частности, выявлены: 1) влияние риска возможного досрочного предъявления требований кредиторов; 2) возможность перераспределения стоимости между акционерами реорганизуемых компаний путем выплаты дивидендов после одобрения финансовых условий сделки; 3) возникновение бухгалтерских убытков при реализации сделок.
3. Доказана возможность совершения ошибки при расчете стоимости компании при использовании традиционных методов дисконтирования денежных потоков (метода дисконтирования денежных потоков на инвестированный капитал и метода дисконтирования денежных потоков на собственный капитал) ввиду наличия циклической зависимости между предположением о структуре капитала оцениваемой компании и ее стоимостью;
4. На основе идеи расчета показателя скорректированной чистой приведенной стоимости (APV)[2] разработана и предложена к использованию модель раздельного дисконтирования составляющих денежного потока в качестве основного метода дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости бизнеса при слияниях и приобретениях. Показана целесообразность использования данной модели при проведении оценки и реализации сделок приобретения компаний с использованием долгового финансирования (LBO);

[2] Предложен С. Майерсом в работе: S. Myers. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions // Journal of Finance. – March 1974, pp. 1–25.

5. Предложены варианты решения проблемы оценки российских привилегированных акций, возникающей при реализации сделок слияний и приобретений между компаниями со сложной структурой акционерного капитала. Предложены и исследованы подходы к определению соотношения между стоимостью привилегированных и обыкновенных акций: анализ биржевых сделок, исследование практики конвертации привилегированных акций в обыкновенные, анализ возможных денежных потоков и рисков владельцев привилегированных и обыкновенных акций.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что ее основные положения, результаты, разработанные методики и рекомендации ориентированы на широкое использование инвестиционными банками, финансовыми консультантами, оценочными компаниями.

Самостоятельное практическое значение имеют:

- анализ влияния юридических вариантов структурирования сделок слияний и приобретений на стоимость консолидированной компании, исследование путей минимизации негативных стоимостных эффектов для консолидированной компании, связанных с формой структурирования сделки;
- алгоритм расчета стоимости бизнеса (компаний) в условиях меняющейся структуры капитала, в т.ч. и за счет реализации сделок слияний и приобретений компаний (бизнеса) и структуры их финансирования;
- подходы к оценке привилегированных акций и расчету справедливого отношения между стоимостью обыкновенной и привилегированной акций.

Материалы диссертации используются в преподавании учебных дисциплин «Оценка бизнеса» и «Оценка компании при слиянии и поглощении» на кафедре «Оценка и управление собственностью» Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Результаты исследования используются в практической деятельности Управления слияний и поглощений и корпоративного консалтинга ОАО «Альфа-Банк» при оказании услуг финансового консультирования по вопросам слияний и приобретений компаний клиентам банка. В частности, используется методика оценки стоимости компаний для целей слияний и приобретений с учетом планируемой юридической структуры сделки и способов ее финансирования. По материалам диссертационной работы внедрена модель раздельного дисконтирования денежных потоков для компаний с меняющейся структурой капитала, используемая при оценке стоимости для целей слияний и приобретений и позволяющая более точно рассчитать рыночную стоимость консолидированной компании, в т.ч. при разных вариантах финансирования сделки.

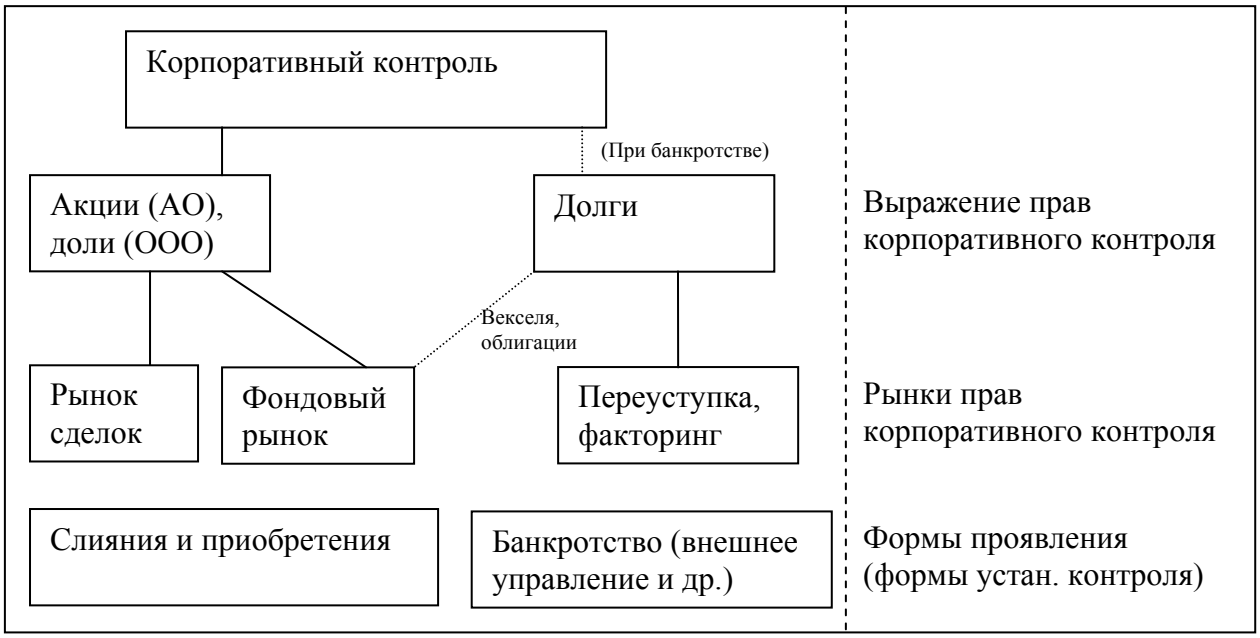
Глава 1. Слияния и приобретения как фактор увеличения стоимости бизнеса.

1.1 Экономическая сущность слияний и приобретений.

Компании во всем мире стоят перед выбором модели развития: естественный, органический рост за счет расширения собственных производственных мощностей или экстенсивный рост за счет установления контроля над другими компаниями.

Под контролем над другими компаниями подразумевается возможность определять стратегию развития компаний и распоряжаться финансовыми и товарными потоками. Заинтересованность участников рынка в возможности контролировать другие компании порождает наличие рынка контроля над компаниями (рынок корпоративного контроля). Экономическая функция любого рынка состоит в наиболее эффективном распределении имеющихся ограниченных ресурсов. Рынок корпоративного контроля служит наиболее эффективному распределению производственных активов (в виде действующего бизнеса) к наиболее эффективным собственникам. Товаром на данном рынке выступают права контроля над теми или иными компаниями. Выражением данных прав контроля над компанией являются права собственности на акции/доли компании. В отдельных случаях, когда собственный капитал компании в результате ее неэффективной хозяйственной деятельности становится отрицательной величиной (компания находится в состоянии банкротства), правами контроля над компанией могут являться права требования кредиторской и иной задолженности компании.

Рисунок 1. Место слияний и приобретений как одной из форм проявления рынка корпоративного контроля.



Слияния и приобретения – одна из форм установления контроля над компанией и/или ее основными производственными активами, с помощью которой происходит полная или частичная передача прав контроля над компанией. В рамках слияний и приобретений права контроля над интересующей компанией обращаются либо на фондовом рынке, либо рынке сделок, в зависимости от публичности той или иной компании. На российском рынке слияний и приобретений большинство слияний и приобретений происходит посредством рынка сделок.

Еще одной формой установления контроля над компанией является внешнее управление - процедура, применяемая в рамках банкротства компании. Внешнее управление, а также другие процедуры банкротства не являются объектом исследования, и данный аспект рынка корпоративного контроля в работе рассматриваться не будет.

В экономической литературе понятия слияния (merger) и приобретения (acquisition) в большинстве случаев используются совместно как некая связка (mergers&acquisitions или сокращенно M&A), характеризующая особые экономические отношения.

«Финансово-кредитный энциклопедический словарь» определяет слияния и поглощения (в переводе данного издания от англ. Mergers & Acquisitions) как обозначение «группы финансовых операций, цель которых – объединение компаний, банков и т.п. в один хозяйствующий субъект с целью получения конкурентных преимуществ и максимизации стоимости этого субъекта в долгосрочном периоде»[3].

В большинстве учебников корпоративных финансов слияния и приобретения являются отдельным специальным разделом в теории корпоративных финансов.

Р.Брейли и С.Майерс в своей работе «Принципы корпоративных финансов»[4] не дают определения терминам слияние и приобретение (поглощение). В русском варианте перевода данной работы под научной редакцией Т.Б. Крыловой слова merger (слияние) и acquisition (приобретение) переведены одним термином – слияния. Брейли и Майерс при этом рассматривают слияния и приобретения как одно из решений долгосрочной финансовой политики компании, имеющее более сложные, трудно анализируемые и поддающиеся количественной оценке последствия по сравнению с инвестициями в новые производственные мощности. В качестве синонима слову приобретение переводчики работы используют термин поглощение.

Авторы также обозначают простейшие подходы к анализу экономических выгод слияний и приобретений – слияние и приобретение эффективно, если рыночная стоимость созданной в результате сделки компании выше, чем сумма стоимостей компаний, участвующих в сделке, до объединения.

Выгоды = PVаб – (PVа + PVб), где

PVаб – рыночная стоимость объединенной компании;

PVа – рыночная стоимость компании А до сделки;

PVб – рыночная стоимость компании Б до сделки.

---

[3] Финансово-кредитный энциклопедический словарь/ Под общей редакцией А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002.

[4] Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: ОЛИМП-БИЗНЕС, 1997.

Брейли и Майерс отмечают, что при сделках слияний и приобретений также важно учитывать издержки, обусловленные сделкой. Применительно к оценке стоимости в рамках сделок слияний и приобретений авторы также выделяют правильные и неправильные с точки зрения общей методологии подходы. На примере приобретения компании подход, основанный на расчете выгоды от слияний и приобретений путем сопоставления дисконтированного потока денежных средств приобретаемой компании, включая выгоды приобретения и суммы денежных средств, необходимых для поглощения, считается Брейли и Майерсом опасным и допускающим возможность серьезной ошибки. В качестве более правильного, по мнению авторов, подхода к оценке экономических выгод слияний и приобретений следует использовать метод, отталкивающийся от рыночной стоимости объединяемых компаний с последующим учетом изменений потока денежных средств, обусловленных слиянием.

Брейли и Майерс также дают представление о мотивах слияний, которые делят на разумные и сомнительные. В качестве разумных приводятся – экономия за счет масштабов деятельности, экономия за счет вертикальной интеграции, комбинирование взаимодополняющих ресурсов, неиспользованные налоговые щиты, возможность использования избыточных ресурсов, устранение неэффективности каких-либо из объединяемых компаний, использование налогового щита. В качестве сомнительных называются – диверсификация, изменение показателя eps, снижение затрат на финансирование.

Брейли и Майерс также уделяют внимание особенностям отражения сделок слияний и приобретений в бухгалтерском учете компаний, тактике проведения сделок слияний и приобретений, формам защиты публичных компаний от приобретений (поглощений).

Зв.Боди и Р.Мертон в своей работе «Финансы»[5], посвященной соответствующему курсу программы MBA, рассматривают слияния и

[5] Зв.Боди, Р.Мертон. Финансы. Перевод с английского. – Киев: Вильямс, 2001.

приобретения как стратегические решения в финансовом менеджменте. Термин acquisition в русском переводе данной работы под редакцией В.А.Кравченко употребляется и как приобретение, и как поглощение компании.

В качестве причин слияний и приобретений Боди и Мертон выделяют эффект синергии, экономии на налогах, выгоды от операций на фондовом рынке, понимая под последними возможность получить контроль над компанией в результате сделок слияний и приобретений исходя из цены, меньшей, чем внутренняя рыночная стоимость компании. В качестве факторов, стоящих за возможностью контролировать компанию путем слияния или приобретения по цене ниже ее рыночной стоимости, авторы называют плохое управление компанией, а также наличие у стороны-инициатора сделки уникальной информации.

Дж.Ван Хорн в своей работе «Основы управления финансами»[6] также относит слияния и приобретения к специальной области финансового менеджмента и отмечает, что слияния и приобретения – это источник изменения структуры капитала компании. В качестве главного движущего мотива слияний и приобретений Ван Хорн видит увеличение благосостояния акционеров, отмечая, что решения о подобных сделках должны приниматься всеми акционерами сообща. Приобретение компаний автор предлагает рассматривать как один из видов капиталовложений, отмечая, что основное отличие состоит в трудности определения первоначальных затрат (инвестиций) при приобретении компании, так как они являются объектом торга при заключении сделки. Средства оплаты приобретения Ван Хорн делит на денежные средства и акции, утверждая, что компания должна добиваться оптимального распределения между разными средствами оплаты с тем, чтобы увеличить благосостояние акционеров в долгосрочном периоде. В качестве одного из условий оценки предполагаемого приобретения вне зависимости от источников его финансирования Ван Хорн видит

[6] Дж. Ван Хорн. Основы управления финансами. Перевод с английского. – М.: Финансы и статистика, 1996.

неизменность структуры капитала на протяжении длительного периода времени. Сосредоточившись на анализе свободных денежных потоков в результате сделок слияний и приобретений, автор также замечает о возможности изменения рискованности денежных потоков объединенной компании вследствие слияний и приобретений.

Н.Б.Рудык и Е.В.Семенкова в работе «Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием»[7] определяют поглощение как «оплаченную сделку, в результате которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики». Термин слияние, по мнению данных авторов, при этом следует употреблять применительно к «дружескому поглощению», поддерживаемому менеджментом поглощаемой компании.

В работе С.Росса, Р.Вестерфилда и Б.Джордана «Основы корпоративных финансов»[8] при определении сделок слияний и приобретений в основу положен юридический критерий. Авторы выделяют три основных вида юридических процедур, которые компания может использовать для приобретения другой компании: слияние или консолидация, приобретение контрольного пакета акций, приобретение активов. При этом авторы работы указывают на отсутствие значимых различий между этими видами с экономической точки зрения. Слияние определяется как полное приобретение одной компании другой, когда приобретающая сторона сохраняет свое название и индивидуальность, а приобретаемая перестает существовать как юридическое лицо. Консолидация определяется авторами как слияние, при котором создается совершенно новая компания, а приобретающая и приобретаемая перестают самостоятельное существование. Данные трактовки в целом соответствуют определению реорганизации в

---

[7] Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. - М.: Финансы и статистика, 2000.

[8] Росс С, Вестрефилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.

форме присоединения и слияния, соответственно, в российском законе «Об акционерных обществах». Работа также примечательна анализом преимуществ и недостатков различных юридических видов слияний и приобретений на примере законодательства США.

Среди работ, отдельно посвященных рассмотрению сделок слияний и приобретений, необходимо выделить «Слияния, приобретения и корпоративная реструктуризация» П.Гохана[9], считающаяся классической работой, посвященной данной теме и выдержавшая четыре издания. Работа содержит детальное описание разновидности сделок слияний и приобретений, описание и анализ исторических этапов развития слияний и приобретений, описание тактики проведения сделок, механизмов защиты от поглощений, способов финансирования приобретений, анализ налоговых последствий и особенности бухгалтерского отражения операций, связанных со слияниями и приобретениями. Несколько отдельных глав также посвящены общим методам оценки компаний и затрагивают методику проведения финансового анализа.

Т.Коупленд, Т.Колер и Дж.Мурин в работе «Стоимость компании: оценка и управление»[10] рассматривают слияния и приобретения как одну из возможностей внешнего улучшения компании в рамках программы ее реструктуризации, ориентированной на увеличение рыночной стоимости. Слияния и приобретения рассматриваются как «внешняя альтернатива внутреннему росту».

При оценке стоимости компаний при сделках слияний и приобретений компаний, а также расчете стоимостного эффекта для компании-инициатора сделки авторы рекомендуют проводить анализ влияния на стоимость альтернативных стратегий развития компании – внутренний рост, сохранение компании в прежнем состоянии, возможности слияния или приобретения потенциального контрагента по сделке конкурентами компании. При

---

[9] Gaughan P. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, New York, NY, John Wiley & Sons, 2002.

[10] Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж. Мурин. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд./ Перевод с английского – М.: Олимп-Бизнес, 2000.

обосновании целесообразности сделки и принятии решения о начале ее реализации авторы советуют проводить сопоставление потенциальных преимуществ, которые получает компания-инициатор от сделки, с потенциальными преимуществами, которые могут получить конкуренты.

Приведенный выше анализ имеющихся трудов ученых и практикующих специалистов показывает отсутствие четкого различия между понятиями слияния и приобретения. Во всех рассмотренных работах данные термины используются вместе. В среде инвестиционных банкиров, специализирующихся на финансовом консультировании участников M&A сделок, также не принято классифицировать сделки на слияния и приобретения. Любую сделку принято называть сделкой M&A вне зависимости от ее сущности. В русскоязычной литературе термин слияния и приобретения (mergers and acquisitions – англ.) часто ошибочно переводят термином слияния и поглощения. Путаница в терминах во многом возникает в результате того, что в западной деловой практике одним из наиболее распространенных видов приобретения компании является ее поглощение (takeover в переводе с английского).

Ввиду того, что основной целью данного исследования является выявление особенностей оценки компаний в целях слияний и приобретений, необходимо выявление существенных черт каждого из этих понятий. Подходы к оценке компаний для целей слияний и для целей приобретений могут содержать существенные отличительные особенности.

Термин слияние соответствует сделке, в результате которой большее (на практике более 75% по доле в уставном капитале компании) число акционеров всех компаний, участвующих в консолидации, остаются в данном бизнесе в результате сделки, т.е. продолжают быть стратегическими или портфельными акционерами. При этом масштаб данного бизнеса значительно возрастает, а собственность еще более распыляется между бывшими собственниками независимых компаний. В результате приобретения акционеры приобретаемой компании выходят из данного

бизнеса. Существенного разводнения капитала приобретающей компании при этом не происходит, доли акционеров не меняются, и они продолжают контролировать такую же в относительном выражении часть бизнеса, масштабы которого значительно вырастают.

Второй отличительной особенностью слияния от приобретения является отсутствие денежных платежей участникам сделки. При слиянии обычно происходит лишь конвертация (обмен) акций компаний-участников сделки. Иногда в практике слияний обмен акций сопровождается выплатой вознаграждения в форме денежных средств и/или ценных бумаг одному из участников сделки. Примером подобной сделки в России служит слияние ТНК и российских активов компании BP Oil в 2003 г., в результате которого образовалась третья по величине нефтяная компания в России – ТНК-ВР. Акции ТНК были конвертированы в акции новой компании, при этом акционеры ТНК дополнительно получили вознаграждение в виде денежных средств и ценных бумаг. Часть денежного вознаграждения по условиям сделки должна была быть выплачена с значительной отсрочкой платежа. В 2004 г. была проведена секьюритизация данных обязательств путем выпуска ценных бумаг и дальнейшей продажи заинтересованным инвесторам.[11]

В практике структурирования приобретения также возможны ситуации, когда акционеры приобретаемой компании в качестве части вознаграждения наряду с денежными средствами получают долевые ценные бумаги компании-покупателя. В этом случае, однако, акционеры приобретаемой компании не получают значительного пакета акций компании-покупателя, который бы позволил им иметь какой-либо контроль над бизнесом приобретающей компании. Данная схема оплаты приобретения компании возможна только в случае, если акции компании-покупателя имеют достаточную ликвидность, позволяющую акционерам приобретаемой компании в короткие сроки реализовать получаемые в качестве

[11] Источник: http://www.alfabank.com/media/clippings/2005/03/30/

вознаграждения акции на открытом рынке без существенной потери в стоимости.

Еще одним дополнительным критерием классификации сделок на слияния и приобретения являются размеры компаний. Термин слияние обычно применяется к описанию сделки, в результате которой происходит консолидация сопоставимых по размеру активов и генерируемых денежных потоков бизнесов. В случае приобретения приобретающая компания обычно всегда имеет существенно больший масштаб бизнеса, чем приобретаемая компания.

Существует разновидность слияния, называемая обратным слиянием (backmerger), представляющим собой ситуацию, когда непубличная компания сливается с публичной компанией-оболочкой (shell company), не имеющей каких-либо существенных активов и, соответственно, денежных потоков. Таким образом, непубличная компания, активы которой составляют основную часть бизнеса компании, образованной в результате слияния, автоматически получает основные преимущества публичной компании: широкий доступ к рынкам капитала, дающий компании возможность мобилизовать новые источники финансирования, а акционерам – возможность частичного выхода из бизнеса путем реализации части принадлежащих им акций на фондовом рынке. По своей экономической сущности подобные сделки относятся к приобретениям, так как компания–инициатор слияния в результате сделки приобретает («покупает») публичность, а акционеры другой компании получают вознаграждение от «продажи» принадлежащей им компании-оболочки, основной актив которой - публичность. Слиянием данная сделка называются лишь в результате того, что юридически подобную схему можно реализовать лишь с помощью процедуры слияния, как одной из форм реорганизации компании в соответствии с действующим корпоративным законодательством. Подобные сделки главным образом происходят в случаях необходимости выхода на фондовые рынки развитых западных стран компаний, имеющих бизнес в

странах с неразвитым рынком ценных бумаг либо ограничениями на допуск международных инвесторов.

Еще одной классифицирующей характеристикой понятий слияние и приобретение является уровень принятия решений о целесообразности сделки. При слиянии интересы собственников компании обычно затрагиваются в наибольшей степени, поэтому сделка должна получить одобрение на всех уровнях, вплоть до общего собрания акционеров компании.

При приобретении меняются активы самой компании - накопленные или привлеченные денежные средства/ликвидные ценные бумаги трансформируются в производственные активы или контролирующую долю акций приобретаемой компании. Поэтому решения о приобретении компаний часто принимаются на уровне высшего менеджмента – совета директоров компании. При слиянии меняются активы каждого конкретного собственника – собственник получает долю в компании с большими активами, но его доля в этих активах размывается. Поэтому решения об одобрении таких сделок принимаются на общем собрании акционеров компании в случае реорганизации либо каждым акционером индивидуально в случае оферты.

В отдельных ситуациях, исходя из особенностей устава и других корпоративных документов, регламентирующих взаимоотношения акционеров компании, одобрение сделки приобретения может требовать рассмотрения данного вопроса на собрании акционеров приобретающей компании. Например, при приобретении российским оператором мобильной связи компанией «Вымпелком» украинского оператора «Украинские радиосистемы» (торговая марка Wellcom) сделка была одобрена простым большинством голосов членов совета директоров «Вымпелкома», в то время как, согласно уставу компании, принятие подобного решения требует одобрения квалифицированным большинством членов совета директоров. В результате сделка была вынесена на внеочередное общее собрание

акционеров компании и после одобрения большинством акционеров компании была реализована.[12]

В приведенной ниже таблице выделены отличительные черты слияний и приобретений, которые диссертант предлагает использовать при классификации сделок и анализе особенностей оценки конкретных сделок.

Таблица 1. Отличительные черты слияний и приобретений

Критерий	Слияние	Приобретение
Результат сделки	Образование новой компании с новым составом собственников	Компания-покупатель приобретает интересующий бизнес, акционеры приобретаемой компании получают вознаграждение за свой бизнес
Размер компаний	Относительно равные	Приобретающая компания существенно больше приобретаемой компании.
Цели акционеров	Увеличить масштабы бизнеса за счет разводнения своей доли в бизнесе	Одна сторона – приобрести бизнес, другая сторона – выйти из бизнеса
Принятие решений о сделке	Напрямую собственниками	В большинстве случаев - высший менеджмент (совет директоров)

Выводы:

- Слияния и приобретения являются для компаний способом существенного увеличения темпов роста своего бизнеса.
- Слияния и приобретения - важный элемент рынка корпоративного контроля, характеризующий способы установления контроля над бизнесом.
- В современной экономической литературе термины слияния и приобретения обычно употребляются совместно (M&A) и рассматриваются в теории корпоративных финансов как особый раздел.
- Некоторые ученые (Росс, Вестерфилд, Джордан) в основе классификации сделок на слияния и приобретения видят юридическую форму – создание нового юридического лица либо

[12] Источник: http://www.vimpelcom.ru/news/index.wbp?year=2005&articleid=7e35b1a9-d012-4c42-b6dc-52a34f8bd223

видоизменение одного из юридических лиц, участвующих в сделке, и ликвидацию остальных.

- По мнению диссертанта, сделки слияний и приобретений отличаются не только юридической формой, но и экономическим содержанием. С точки зрения экономической сущности при классификации сделок на слияния и приобретения диссертант предлагает использовать следующие критерии: значительность изменений структуры собственности участвующей компании, относительный размер участвующих в сделке компаний, цели акционеров компаний-участников, уровень принятия решения о сделке.
- Исходя из перечисленных выше критериев диссертант предлагает следующие определения понятий слияний и приобретений. Слияние – сделка или совокупность сделок, в результате которых происходит объединение относительно равных по размеру компаний в новую структуру, характеризующуюся существенно большим масштабом бизнеса по сравнению с бизнесом каждой из компаний-участниц, акционеры которых теряют определенную долю контроля, однако продолжают оставаться в данном бизнесе. При этом решение о подобной сделке/сделках принимается только на уровне акционеров участвующих компаний. Под приобретением диссертант предлагает считать сделку или совокупность сделок между компаниями, относительно различными по размеру своего бизнеса, в результате которых одна из сторон прекращает свое участие в данном бизнесе и получает определенное вознаграждение в денежной и/или иной форме от другой стороны, которая увеличивает посредством этого масштабы своего бизнеса без существенного изменения своей структуры собственности. При этом решение о подобной сделке/сделках принимается в основном на уровне высшего менеджмента стороны, увеличивающей масштаб своего бизнеса.

1.2 Стоимость как основной критерий эффективности сделок слияний и приобретений.

Основная задача экономической науки заключается в поиске наиболее эффективных механизмов распределения ограниченных экономических ресурсов. Экономическое сообщество неоднократно ставило перед собой вопрос - что служит критерием эффективности хозяйственной деятельности компании. Не определившись с показателями, характеризующими эффективность использования компаниями имеющихся ограниченных экономических ресурсов, невозможно рационально эти ресурсы распределять.

В связи с ответом на вопрос о критериях эффективности деятельности бизнеса происходила эволюция концепций управления компании. Каждая концепция состояла в выборе какого-либо показателя, который бы однозначно свидетельствовал об эффективности деятельности той или иной компании, и описания способов достижения тех или иных показателей.

Слияние или приобретение - одно из управленческих решений, с которыми сталкиваются компании или бизнесмены в рамках их предпринимательской деятельности. При этом решения о подобных сделках являются стратегическими, так как существенно влияют на объем и состав управляемых менеджерами и собственниками активов. Критерии эффективности сделок слияний и приобретений должны соответствовать критериям эффективности других стратегических решений компаний.

Рассмотрим основные показатели эффективности деятельности компаний, преобладавшие в XX веке.

Таблица 2. Эволюция показателей эффективности деятельности компаний в XX веке.

1920-е годы	Рентабельность собственного капитала (Du Pont Model);
1970-е годы	Чистая прибыль на одну акцию (EPS); Коэффициент соотношения цены акции и чистой прибыли (P/E)
1980-е годы	Денежный поток (Cash Flow); стоимостные показатели.
1990-е годы	Показатели добавленной стоимости – EVA, MVA, SVA; денежный поток на инвестированный капитал (CFROI)

В 20-е годы прошлого века ключевым управленческим показателем являлась рентабельность капитала. Компанией Du Pont была разработана модель связи рентабельности собственного капитала как ключевого управленческого показателя с коэффициентами рентабельности продаж и оборачиваемости собственного капитала. Впоследствии модель Du Pont как инструмент управленческого анализа все более усложнялась путем добавления новых факторов. С расширением возможностей по привлечению заемного капитала возникла объективная необходимость усложнить модель. Появилась трехфакторная модель Du Pont, оперирующая такими показателями как рентабельность продаж, оборачиваемость активов, финансовый рычаг. Впоследствии модель еще больше детализировалась: в качестве фактора, влияющего на рентабельность собственного капитала, были введены налоговая ставка, процент по заемным источникам. Формула, показывающая зависимость между рентабельностью собственного капитала компании и вышеперечисленными параметрами, выглядит следующим образом:

ROE=(EBIT/Sales*Sales/Assets – Interest/Assets)*(Assets/Equity)(1- Tax Rate), где

ROE – рентабельность собственного (акционерного) капитала компании;

EBIT – прибыль до учета процентов по заемным источникам и налогов на прибыль;

Sales – выручка;

Assets – активы;

Interest – проценты по заемным источникам;

Equity – собственный капитал;

Tax Rate – налоговая ставка.

Каждый элемент данной формулы – рентабельность продаж (отношение прибыли до учета процентов и налогов к выручке), оборачиваемость активов (отношение выручки к активам), использование заемных источников (отношение процентов к активам), структура капитала (отношение собственного капитала к активам) и налоговая ставка влияют на рентабельность собственного капитала как ключевого результирующего показателя эффективности деятельности компании. При этом компания,

управляя некоторыми из данных элементов, может воздействовать на рентабельность своего собственного капитала.

В 1970-е годы в связи с активным развитием фондового рынка в качестве финансового института для привлечения нового капитала, появлением большого количества публичных компаний, становлением класса институциональных портфельных инвесторов (негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, хедж-фонды и др.), резким ростом числа сделок по слияниям и приобретениям публичных компаний в числе основных критериев эффективности деятельности публичных компаний преобладают показатели инвестиционной привлекательности ценных бумаг компании. Среди таких показателей – чистая прибыль на одну акцию (earnings per share – eps), мультипликатор соотношения между ценой акции компании и ее прибылью (price to earnings – p/e ratio). Отличие данных показателей от финансовых показателей модели Du Pont заключается в использовании в расчетах данных фондового рынка. Необходимость принимать во внимание “мнение” фондового рынка объясняется его исключительной важностью в системе финансирования деятельности компаний в данный период. При выборе показателей p/e и eps в качестве критериев эффективности управления компанией экономисты исходили из справедливости информационной гипотезы рынка ценных бумаг. Согласно этой гипотезе инвесторам в равной степени доступна вся необходимая информация о деятельности компании, и в ценах финансовых инструментов уже учтена вся имеющаяся на данный момент информация о результатах и перспективах деятельности эмитента.

Проблеме взаимосвязи между показателем p/e и доходностью акционеров были посвящены многие научные исследования. Статистические исследования результатов хозяйственной деятельности крупнейших американских корпораций говорили об отсутствии какой-либо устойчивой корреляции между показателем p/e и реальной доходностью акционеров. Основная критика показателя p/e сводилась к тому, что показатель прибыли,

участвующий в расчете коэффициента, характеризует краткосрочную перспективу и подвержен серьезным колебаниям в будущем. Тем не менее, несмотря на эти недостатки, стоит заметить, что показатели p/e и eps до сих пор активно используются фондовыми аналитиками в качестве характеристик эффективности деятельности компаний. Влияние сделок слияний и приобретений на показатели p/e и eps до сих пор предмет пристального внимания финансовых аналитиков и инвестиционного сообщества при анализе экономических последствий сделки и ее целесообразности. Оценка фондового рынка является мнением всего инвестиционного сообщества, при этом его члены при выборе той или иной оценки «голосуют» собственными деньгами. Возможность искажения оценки в результате субъективных суждений в данном случае минимизирована. Но мнение фондового рынка относительно деятельности той или иной компании как независимого арбитра доступно только для публичных компаний. При этом качество раскрытия информации, отношения компании с инвестиционным сообществом, финансовыми аналитиками, выпускающими обзоры разных сегментов финансового рынка и дающих свои рекомендации, во многом определяет восприятие тех или иных стратегических решений.

При анализе показателей – eps и p/e следует принимать во внимание следующие аспекты:

В 1980 годы происходит значительное усложнение практикуемых хозяйственных операций – резкий рост масштабов деятельности транснациональных компаний, появление новых видов финансовых инструментов на рынке, усложнение налоговых систем, возникновение в процессе хозяйственной деятельности социальных обязательств (пенсионные обязательства, обязательства по охране окружающей среды и т.п.) и др. Это ведет к усложнению систем бухгалтерского учета и составления финансовой отчетности. Традиционные показатели финансовой отчетности - прибыль и рассчитанные на ее основе показатели рентабельности - уже не удовлетворяют требованиям лиц, принимающих те или иные управленческие

решения. Благодаря разнообразию методов учета затрат, возможности отражать операции на забалансовых счетах и другим субъективным корректировкам бухгалтерской отчетности, доверие к прибыли как ключевому управленческому показателю постепенно снижается. Возникает специальный раздел финансового анализа, посвященный возможностям менеджеров компании манипулировать бухгалтерскими финансовыми результатами, субъективно выбирая тот или иной способ отражения хозяйственных фактов и операций. Место прибыли при анализе эффективности хозяйственной деятельности компаний занимают показатели генерируемого компанией денежного потока - тех средств, которыми компания и ее бенефициары могут реально распоряжаться. Широкое распространение получают техники дисконтирования, позволяющие сопоставлять денежные потоки разных лет с помощью их приведения к одному периоду времени.

Это ведет также к появлению стоимостных показателей, основанных на приведении будущих денежных потоков. На основе использования стоимостных показателей при принятии управленческих решений возник новый управленческий подход, получивший название системы стоимостного менеджмента (Value-Based Management - VBM). Основная цель данной системы – максимизация стоимости компании (в виде конкретного стоимостного показателя), являющейся функцией будущих денежных потоков компании.

Value = f (CF, K) →max, где:

Value – стоимость;

CF – денежный поток;

K – ставка дисконтирования, отражающая риск денежных потоков.

Внедрение элементов системы управления стоимостью стало автоматически относить компанию к числу прогрессивных и получать одобрение инвесторов.

Преимущества стоимостных показателей в качестве управленческих критериев выражаются в следующем:

- ✓ При оценке стоимости необходима самая полная информация. Оценка стоимости опирается на более объективные данные, чем простой коэффициентный анализ бухгалтерской отчетности. Показатели бухгалтерской отчетности в силу сложности и многовариантности методологии бухгалтерского учета часто подвержены искажениям, что затрудняет сравнение данных и принятие обоснованных экономических решений. Независимая аудиторская проверка не решает всех проблем, так как финансовая отчетность может быть достоверна, соответствовать требованиям бухгалтерских стандартов, однако не давать истинную картину о финансовом состоянии предприятия.
- ✓ Стоимость учитывает долгосрочные перспективы деятельности компании, так как в основе оценки стоимости – прогнозирование денежных потоков, которые в будущем принесут активы компании. Постановка во главу угла краткосрочных показателей (прибыль на акцию, рентабельность собственного капитала) может привести к практике “выжимания соков” из компании и ее финансовой несостоятельности в будущем.
- ✓ Стоимость позволяет учесть рискованность бизнеса, в том числе операционный и финансовый риски компании.
- ✓ Стоимость - интегральный показатель, в формировании которого участвуют все компоненты хозяйственной деятельности предприятия. В основе зависимости между разными аспектами хозяйственной деятельности – реальные экономические связи. Этим стоимость отличается от рейтинговых оценок, использующих искусственные взаимосвязи между разными показателями хозяйственной деятельности компании.
- ✓ Стоимость – наиболее понятный и наглядный показатель для собственников компании.

В 90-е г. XX века концепция стоимости как ключевого управленческого показателя также получила свое развитие в расчете показателей остаточного дохода – показателей изменения стоимости за период времени.

Возникновение показателей остаточного дохода относится ко временам экономических исследований Альфреда Маршалла, предложившего разделить издержки на бухгалтерские и экономические. К бухгалтерским издержкам Маршалл отнес традиционные затраты, фиксируемые в системе бухгалтерского учета компании – стоимость используемого в производстве сырья и материалов, оплата труда, налоги и т.п. Под экономическими издержками Маршалл понимал альтернативные издержки вложения капитала. Альтернативные издержки вложения капитала представляют собой тот доход, который собственник мог бы получить, избрав другую сферу приложения капитала. В результате вычета из полученного предпринимателем дохода бухгалтерских и экономических издержек появлялся показатель остаточного дохода, названный Маршаллом экономической прибылью (Economic Profit). В своей работе «Принципы экономики» Маршалл описал экономическую прибыль как прибыль собственника после вычета процента на капитал по текущей ставке[13].

Появление стоимостных показателей в качестве критериев эффективности хозяйственной деятельности - следствие двух тенденций, появившихся в экономической системе XX века: менеджериальной революции и развития рынков капитала.

Произошедшая в начале двадцатого века революция в методах управления компаниями заключалась в делегировании управленческих полномочий собственников капитала наемным менеджерам. По мнению большинства экономистов западных стран отделение собственников от текущего управления компаниями является наиболее эффективной формой организации бизнеса[14]. Такое разделение привело к тому, что капитал стал одним из ресурсов, за который менеджеры компании стали активно бороться с конкурентами. Победителями в этой борьбе являются менеджеры, сумевшие обеспечить максимальную отдачу на вложенный капитал. Это

---

[13] Маршалл А. Принципы экономической науки. Перевод с английского - М.: 1993..

[14] Fama E.F. Agency Problems and the Theory of the Firm // The Journal of Political Economy, Vol. 88, pp.288-307, 1980.

способствует более эффективному распределению капитала. Если роста стоимости капитала не происходит, то его собственники принимают решение о новой сфере приложения, в которой эта стоимость создается. Руководители компаний стали понимать, что компания находится в постоянной конкурентной борьбе с другими компаниями за капитал инвесторов, и, если фирма не может обеспечивать приемлемого для инвесторов роста стоимости капитала, то она лишается этого ресурса, этого фактора производства, без которого невозможно ее дальнейшее функционирование.

Таким образом, в настоящий момент времени, в условиях развития рынка капиталов и появления широких возможностей по привлечению капитала (как заемного, так и акционерного), стоимость, являющаяся олицетворением роста капитала в результате принятий тех или иных стратегических решений, выходит на первый план при оценке эффективности проектов или стратегических решений. При этом в качестве стоимостных показателей в зависимости от конкретной сферы применения выступают такие показатели как чистая приведенная стоимость (NPV), скорректированная приведенная стоимость (APV), акционерная добавленная стоимость (SVA), экономическая добавленная стоимость (EVA), денежная добавленная стоимость (CVA), рыночная добавленная стоимость (MVA), остаточный доход (Residual Income), экономическая прибыль (Economic Profit), денежный поток на инвестированный капитал (CFROI), стоимость компании/бизнеса (Enterprise Value), стоимость акционерного капитала (Equity Value), стоимость обязательств (Net Debt), капитализация компании (Market capitalization) и др. Все данные показатели являются формами проявления экономической категории стоимость компании (бизнеса).

Стоит заметить, что в СССР стоимостные показатели также в определенной степени были задействованы при анализе эффективности хозяйственной деятельности. Речь идет о попытках стимулирования экономического роста в рамках реформ 60-х гг., широко известных как

“косыгинские реформы”.[15] Целью этой реформы являлось усиление роли экономических методов в плановом руководстве и расширение хозяйственной самостоятельности предприятий. Одним из аспектов реформы была существенная перестройка системы взаимоотношений предприятия с бюджетом по отчислениям от прибыли путем введения нового вида платежа - платы за производственные фонды, состоящего из платы за основные производственные фонды и нормируемые оборотные средства. По своей сути эта плата представляла собой экономические издержки предприятия согласно классификации Альфреда Маршалла. Плата устанавливалась в процентах к среднегодовой балансовой стоимости основных производственных фондов и нормируемых оборотных средств. Проценты дифференцировались по отраслям народного хозяйства в зависимости от структуры основных фондов, фондоотдачи, уровня рентабельности. Эти проценты были своеобразными аналогами показателю требуемой нормы доходности.

В современной России управление стоимостными показателями как элемент системы управления компании и оценки эффективности ее деятельности используется менеджментом многих компаний. Например, крупная региональная розничная торговая сеть – Группа Компаний “DOMO” использует показатель экономической добавленной стоимости (EVA) как инструмент реализации и контроля за выполнением одной из стратегических целей компании – максимизации долгосрочной стоимости бизнеса.[16] Более подробно с информацией относительно использования стоимостных показателей в системе управления можно ознакомиться в приложении 1.

Для дальнейших рассуждений необходимо дать определение таким формам проявления стоимости компании (хозяйствующего субъекта) как стоимость компании/бизнеса (Enterprise Value) и стоимость акционерного капитала компании (Equity/Shaherholder Value).

---

[15] История экономических учений. Худокомов А.Г. , ред. М.: Инфра-М, 2004.
[16] Инвестиционный меморандум Группы Компаний “DOMO”. Выпуск облигационного займа на сумму 1 000 000 000 рублей, г. Казань, ноябрь 2005 г.

Под первой формой стоимости компании (Enterprise Value) принято понимать стоимость совокупности бизнес-активов, объединенных с целью извлечения дохода. К данным активам относятся основные фонды компании, нематериальные активы, а также часть оборотных фондов, необходимые для ведения производственной деятельности и генерирования денежного потока. Источником формирования данных активов являются первоначальные и привлеченные в процессе функционирования компании средства собственников (акционеров), а также заемные средства. Арифметически стоимость компании в этом случае есть стоимость инвестированного в компанию капитала – собственного и заемного.

Enterprise Value = Equity Value + Net Debt, где

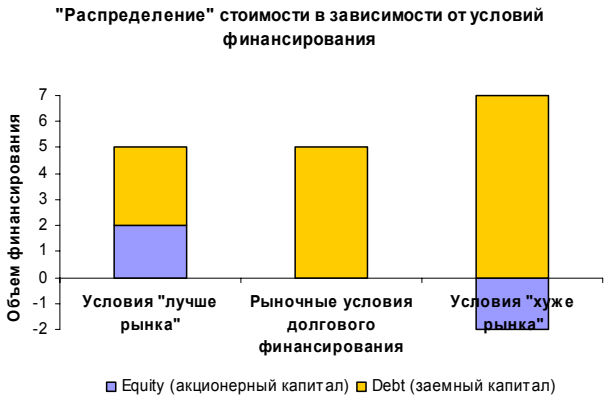
Net Debt (чистый долг компании) представляет собой разницу между стоимостью заемных средств, привлеченных компанией, и денежными средствами, имеющимися у компании, и которые могут быть распределены среди инвесторов, в т.ч. путем погашения имеющихся долгов.

Такая форма проявления стоимости компании как стоимость акционерного капитала (Equity Value) является следствием необходимости определения стоимости юридических прав, дающих право принятия основных решений по управлению и распоряжению вышеобозначенной совокупности бизнес-активов. Математически выразить стоимость данных прав через стоимость бизнес-активов компании можно следующей формулой:

Equity Value = Enterprise Value – Net Debt.

В современной хозяйственной практике отделить собственные средства от заемных не всегда является простой задачей. Финансовые ресурсы, предоставляемые акционерами компании в форме заемных средств с условиями займа, отличными от рыночных, содержат в себе также часть стоимости, относящейся к акционерному капиталу.

Рисунок 2. Влияние условий заемного финансирования на распределение стоимости компании (EV)



Выводы:

- В практике анализа эффективности деятельности компаний господствуют стоимостные показатели, как наиболее полно учитывающие краткосрочные и долгосрочные аспекты хозяйственной деятельности.
- По мнению диссертанта, эффективность сделок слияний и приобретений как ключевых управленческих решений также следует рассматривать с позиции влияния на стоимость.
- Популярность стоимостных показателей в анализе эффективности деятельности компаний – следствие менеджериальной революции и развития рынков капитала.
- Для целей дальнейших рассуждений наибольший интерес представляют две формы проявления категории стоимость - стоимость компании/бизнеса (Enterprise Value) и стоимость акционерного/собственного капитала компании (Equity Value).

1.3 Влияние слияний и приобретений на стоимость компании.

Определившись с критерием эффективности сделок слияний и приобретений как разновидности стратегических решений в управлении компаниями, рассмотрим возможные предпосылки для увеличения стоимости компании в рамках слияний и приобретений. При этом в рамках дальнейших рассуждений под стоимостью компании следует понимать стоимость бизнеса (Enterprise Value) вне зависимости от его структуры капитала. Такая трактовка соответствует мотивации участников сделок слияний и приобретений, рассматривающих бизнес как целостную структуру и имеющих возможность резко менять структуру его капитала посредством данных сделок. Компания-инициатор сделки может сама определять структуру капитала компании-цели на уровне структуры финансирования сделки.

Основными источниками роста стоимости компании в результате слияния или приобретения другой компании являются возможность приобрести недооцененные рынком в конкретный момент времени активы и/или возможность использовать эффект синергии.

Синергия — (от греч. synergos — вместе действующий) — возрастание эффективности деятельности в результате интеграции, слияния отдельных частей в единую систему[17]. Эффект синергии часто описывают следующим равенством: 2 + 2 = 5. Применительно к сделкам слияний и приобретений компаний эффект синергии заключается в превышении стоимости объединенной компании по сравнению с суммарной стоимостью компаний-участников объединения до сделки.

Наиболее распространенные источники роста стоимости компании в результате сделок слияний и приобретений приведены в таблице ниже:

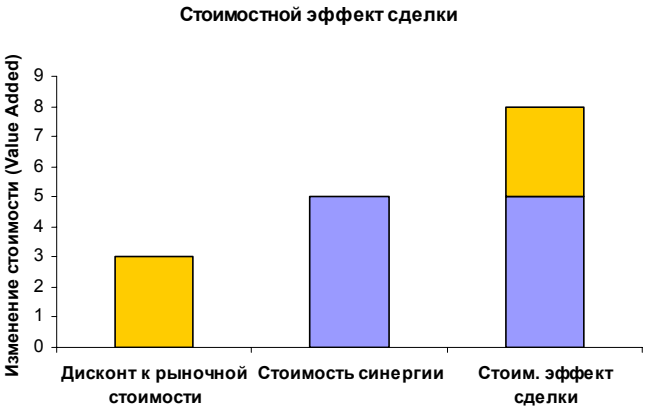
[17] Источник: http://ru.wikipedia.org

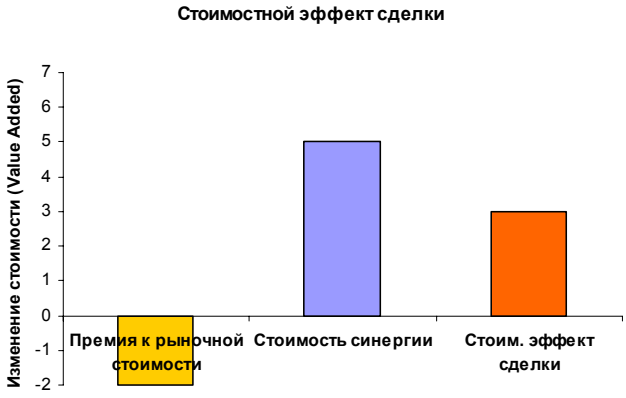
Таблица 3. Источники роста стоимости компании в результате сделок слияний и приобретений

Источник роста стоимости компании	**Приобретение «недооцененных активов»**	**Синергия**
Стоимостной эффект[18]	**VA = FV – MV**	**VA = PV of Sinergy**
Возможные причины возникновения	- Ограничения на участников сделки	- Снижения конкуренции в продуктовой нише компании
	- Ассиметричность распределения информации между участниками рынка	- Операционная и финансовая экономия на масштабах
	- Неблагоприятная рыночная конъюнктура	- Налоговый щит
	- Неэффективное управление приобретаемой компании	- Снижение рисков бизнеса за счет вертикальной интеграции
		- Диверсификация

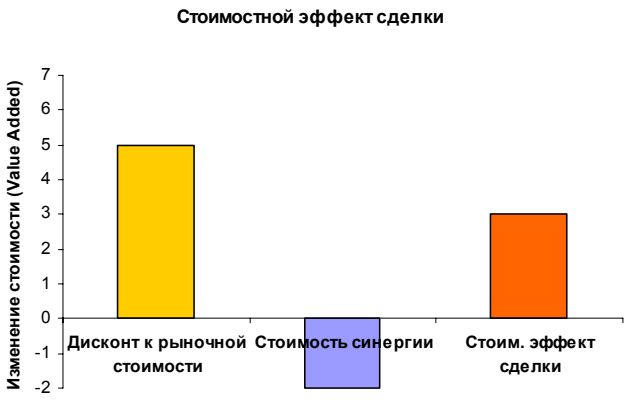
При этом влияние каждого из данных двух факторов на стоимость компании может быть и отрицательным (VA<0). Примерами служат слияние или приобретение компании с премией к ее рыночной стоимости или возникновение анергии (отрицательной синергии) в результате объединения/приобретения компании. Эффективность сделки в данных условиях определяется суммарным изменением стоимости в результате влияния всех факторов.

Рисунок 3. Изменение стоимости компании в результате сделок слияний и приобретений.





[18] Где VA (Value Added) – изменение стоимости компании в результате сделки, FV (Fair Value)– справедливая рыночная стоимость компании, MV (Market Value) – рыночная цена конкретной сделки, PV of Sinergy – текущая стоимость синергетических денежных потоков, возникающих в результате объединения компаний.



Приобретение какого-либо бизнеса с дисконтом к справедливой рыночной стоимости возможно в случае, если сделка проходит в нерыночных условиях. Одним из ярких примеров подобных сделок является приватизация российских компаний 90-х гг. Государство, часто преследуя лишь фискальные цели по наполнению доходной части бюджета, в короткие сроки избавлялось от пакетов акций крупнейших российских компаний. При этом для участия в приватизационных конкурсах создавались правовые барьеры, ограничивающие круг потенциальных участников торгов, в результате чего компании реализовывались со значительным дисконтом к своей справедливой рыночной стоимости. Приобретение компании в результате подобных сделок вело к огромным экономическим прибылям и, соответственно, резкому увеличению стоимости приобретающих компаний. Подобные ситуации описаны в главе «Who lost Russia» работы Дж.Стиглица[19].

В периоды неблагоприятной конъюнктуры рынков, в случае необходимости продажи бизнеса в короткие сроки, цена сделки также может быть ниже справедливой рыночной стоимости. Под неблагоприятной конъюнктурой понимается состояние рынков капитала и финансовое состояние потенциальных участников сделки. Например, отсутствие средств и возможности их привлечь в текущий момент времени у потенциальных покупателей компании. Если продавец не может перенести продажу своего бизнеса по времени, он вынужден мириться с меньшим числом

[19] Stiglitz J.E. Globalization and Its Discontents, New York, W.W. Norton, 2002.

потенциальных покупателей и, как следствие, меньшей конкурентностью процесса и ценой за свой бизнес.

Согласно гипотезе эффективного рынка вся информация о хозяйственной деятельности компании и ее перспективах доступна всем участникам рынка и заложена в ценах ее акций. В этом случае все участники рынка могут оценить справедливую рыночную стоимость компании, и рыночная цена любых сделок должна быть равна этой величине. Если оценка компании участниками рынка одинаковая, никто не будет покупать дороже или продавать дешевле этой величины. В реальности имеет место ассиметричное распространение информации, когда одни участники рынка имеют больший доступ к информации о финансовом состоянии компании и ее перспективах и, следовательно, могут более точно оценить справедливую рыночную стоимость компании. В этом случае участники, обладающие всей полнотой информации, могут приобрести ту или иную компанию с существенным дисконтом, если перспективы компании в реальности лучше, чем согласно мнению остальных участников рынка. В качестве примера можно привести покупку добывающей компании, когда один из покупателей осведомлен о том, что реальные запасы продаваемой компании существенно больше, чем те, информация о которых есть у остальных участников рынка, в том числе и продавцов. Примером подобного варианта событий является покупка «Норильской горно-металлургической компанией» золотодобывающей компании «Рудник им. Матросова», после которой запасы были увеличены более чем в 6 раз по сравнению с информацией, имеющейся у большинства участников рынка на момент продажи компании[20]. Еще одним гипотетическим примером является приобретение оператора сотовой связи в случае, если продавец осведомлен о том, что регулирующие органы больше не будут выдавать лицензии для новых операторов в данном регионе (вопреки мнению остального рынка о допуске новых игроков).

---

[20] Источник: Ведомости, №19, 05.02.2004.

Еще одной возможной причиной «недооценки» компании является неспособность акционеров и их наемных менеджеров обеспечить эффективное развитие компании в силу принятия неправильных управленческих решений, не ведущих к росту стоимости компании. Приобретение компаний с целью дальнейшей продажи после проведения реструктуризации, которая приводит к существенному росту стоимости и увеличению капитализации компании, является одним из видов бизнеса, называемый райдерство (от raider – захватчик). Компания-райдер – приобретает бизнес интересующей компании, проводит комплекс мероприятий, ведущих к увеличению рыночной стоимости приобретенной компании (в том числе, меняя управленческую команду и, возможно, стратегию развития компании), и реализует данный бизнес через некоторый период времени. Механизмы реализации при этом могут быть различны – публичное размещение акций данной компании (IPO), продажа стратегическому инвестору, продажа менеджменту с привлечением заемных средств (MBO) и др.

Иногда в процессе реструктуризации компании принимается решение о разукрупнении приобретенного бизнеса на ряд самостоятельных путем: разделения на несколько самостоятельных компаний и зеркального распределения акций среди акционеров; продажи отдельных видов бизнеса/активов компании; выделения отдельных компаний с последующим публичным/частным размещением акций среди портфельных и стратегических инвесторов. Цель данных процессов – «разъединить» активы с отрицательной синергией и, таким образом, привести к увеличению совокупной стоимости. В этом случае справедлива формула взаимосвязи стоимости объединенной компании и ее компонентов: 4 – 2 = 3.

Возможность покупки недооцененных активов может создавать стоимость для приобретающей стороны. Однако выигрыш покупателя является проигрышем продавца в данной сделке. В терминах теории игр такая сделка трактуется как игра с нулевой суммой. В результате такой игры

стоимость не создается, а лишь распределяется от одного участника сделки к другому. Дополнительная стоимость для всех участников сделки (пусть и в различных пропорциях) может создаваться только в результате возникновения синергии между объединяемыми компаниями.

Перейдем к анализу возможных причин возникновения синергетических стоимостных эффектов вследствие сделок слияний и приобретений. Такими причинами или факторами могут быть:

- экономия на масштабах;
- усиление монопольной власти компании;
- диверсификация рисков;
- снижение рисков за счет вертикальной интеграции;
- использование эффекта налогового щита.

Одной из наиболее очевидных причин возможного возникновения синергии в результате объединения двух и более бизнесов является возможность экономии на масштабе. Экономия на масштабе объясняется кривой средних издержек компании.

Рисунок 4. Зависимость средних издержек от объемов производства.

Если текущий уровень объема производства компании (Q^*) находится ниже объема, в котором достигается минимум средних постоянных издержек ($Q_{опт.}$), то увеличение масштаба производства приведет к существенной экономии затрат. Возможность получения существенных выгод особенно

актуальна для компаний, работающих в отраслях с высоким уровнем постоянных издержек. За счет эффекта операционного рычага (operating leverage) рост масштабов производства, достигаемый, в том числе, и за счет слияния или приобретения других компаний, может привести к существенному сокращению затрат. Постоянные затраты, общая величина которых в этом случае остается неизменной либо увеличивается меньшими, по сравнению с ростом объемов производства, темпами, распределяются на бо́льшую валовую маржу, и, таким образом, прибыль резко возрастает.

Помимо экономии на операционных издержках существует также возможность экономии на капитальных вложениях за счет совместного использования инфраструктуры, возможности получения более выгодных условий от поставщиков оборудования.

Также существует возможность снизить совместные затраты на привлечение заемных средств за счет снижения трансакционных издержек (комиссии финансовых консультантов и т.п.). При этом сокращение уровня финансового рычага в общем случае не ведет к появлению какой-либо стоимостной синергии, так как изменение стоимости заемного капитала уравновешивается изменением его доли в структуре капитала, а также изменением стоимости собственного капитала.

Эффект масштаба может выражаться не только в экономии затрат, но и в увеличении доходов за счет возможности использовать клиентскую базу одной компании для продвижения продуктов другой компании.

Одной из причин горизонтальной интеграции, достигаемой за счет сделок слияний и приобретений, является стремление снижения уровня конкуренции в продуктовой нише компании. Как известно, чем меньше уровень конкуренции на том или ином рынке, тем более значимо поведение фирмы в масштабах отрасли. Под поведением фирмы в данном случае подразумевается установление объема производства продукции и уровня отпускных цен, которые компания устанавливает исходя из спроса на собственную продукцию.

Снижение конкуренции в отрасли позволяет компаниям получать дополнительные денежные потоки («завышая цены» с возможным одновременным сокращением объема производства). Соответственно, уровень монопольной власти, определяющий возможность компании оперировать соотношением цена-объем производства, влияет на размер экономической прибыли компании (в условиях отсутствия ценового регулирования со стороны органов власти).

Монопольная власть компании может проявляться не только по отношению к потребителям своей продукции, но и по отношению к поставщикам. Централизация системы закупок в объединяемой компании приводит к возможности требовать более выгодных условий поставок от контрагентов. Объединение компаний также позволяет снизить относительную (по отношению к суммарным затратам или выручке) величину собственного оборотного капитала объединенной компании по сравнению с суммарной величиной независимых компаний.

С точки зрения влияния на уровень конкуренции в отрасли, рост компаний за счет сделок слияний и приобретений более предпочтителен, чем рост за счет инвестиций в строительство собственных производственных мощностей. Второй вариант сопровождается увеличением суммарного предложения в данной отрасли и, следовательно, ведет к уменьшению доходов участников рынка.

Слияния и приобретения обычно являются более предпочтительным путем выхода на новые рынки в регионах, в которых существуют значительные барьеры для ведения бизнеса. Стратегия выхода через слияния и приобретения позволяет избежать значительных трансакционных издержек, величину которых сложно спрогнозировать заранее.

Слияния и приобретения также являются одним из способов диверсификации бизнеса компании. Экономический эффект диверсификации доказан и описан в теории управления портфелем ценных бумаг. Смысл диверсификации заключается в возможности добиться более высокого

уровня доходности при заданном уровне риска либо существенно снизить уровень риска при заданном уровне доходности за счет добавления в портфель активов, корреляция доходности которых с доходностью существующего портфеля меньше единицы.

Данную идею можно применить и к слияниям и приобретениям компаний, когда отдельные независимые компании рассматриваются в качестве активов, каждый из которых имеет свой доход (денежные потоки) и свою степень риска, присущую этим доходам. Объединенная компания в данном случае выступает в качестве портфеля активов.

Операционная доходность[21] компаний, оперирующих в одной и той же отрасли экономики, не должна существенно колебаться, т.е. корреляция между операционной доходностью компаний в рамках одной отрасли равна или близка единице. В этих условиях эффект диверсификации при горизонтальных и вертикальных слияниях минимален. При конгломеративных слияниях, когда доходы компаний из разных отраслей не так сильно коррелируют друг с другом, экономический эффект от диверсификации будет максимальным.

Однако у идеи о возможности достижения синергетического эффекта за счет диверсификации в рамках слияний и приобретений есть сильный контраргумент. Данный аргумент основан на идее, применяемой в доказательстве теоремы Модильяни-Миллера[22], о возможности принятия части стратегических решений не только на уровне компании, но и параллельно на уровне акционеров. В теореме Модильяни-Миллера данная идея заключается в возможности акционеров самим выбрать для себя приемлемую структуру соотношения между собственными и заемными источниками путем покупки/продажи акций и предоставления/получения средств в виде займов на уровне каждого отдельного акционера. Применительно к слияниям и приобретениям собственникам компании также

[21] Операционная доходность – доходность компании, очищенная от влияния ее финансовой структуры (не включает доходность за счет эффекта финансового рычага).
[22] Modigliani F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review 48, 1958, pp. 261–297.

следует принимать решение о диверсификации рисков по разным видам бизнеса путем покупки акций соответствующих компаний. Таким образом, достигается диверсификация на уровне собственников компании, а не самой компании. При этом каждый акционер может принять решение, наиболее лучшим образом диверсифицирующее его собственные риски, и нет причин для возникновения конфликта интересов между менеджерами и собственниками компании. Более сфокусированные компании при этом лучше управляются, каждый из бизнесов действует в более конкурентной среде, нет конфликтов за ресурсами между разными бизнесами компании, результаты деятельности компании легче анализировать.

Стоит отметить, что на отдельных рынках может не существовать публичных компаний. В этом случае диверсификация на уровне акционеров с помощью фондового рынка невозможна и вряд ли возможна вообще, так как требует привлечения масштабных финансовых ресурсов. В этом случае возможна диверсификация рисков акционеров за счет консолидации принадлежащей им компании в рамках слияния или приобретения с другой непубличной компанией. При этом существует сильная мотивация в будущем выделить данную компанию путем публичного размещения ее акций, так как акции данной компании будут пользоваться значительным спросом у инвесторов ввиду возможности последними диверсифицировать свои риски. На западе практика выделения компании путем публичного размещения ее акций (IPO) одна из широко применяемых стратегий развития крупных корпораций, получившая название – equity carve-outs[23].

Одним из движущих моментов сделок слияний и приобретений является возможность создания вертикально-интегрированных компаний. При вертикальной интеграции компания получает возможность контролировать большинство элементов производственной цепочки – от получения исходного сырья до сбыта готовой продукции. Бизнес становится менее зависимым от внешнего окружения (в части поставщиков и подрядчиков),

[23] Gaughan, P., 2002, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, New York, John Wiley & Sons, Inc.

соответственно, общий уровень риска должен снижаться. В этом случае, даже если одно из производственных подразделений в силу особенностей конъюнктуры будет злоупотреблять своей монопольной властью, получаемая дополнительная маржа остается в распоряжении компании. В рамках вертикально-интегрированной компании проще обеспечить продвижение новой продукции, так как компания автоматически получает рынок сбыта без каких-либо существенных временных и финансовых затрат.

Контраргументом возникновения синергии за счет вертикальной интеграции и, следовательно, снижения риска хозяйственной деятельности в целом, как и в случае с диверсификацией, является возможность обеспечить контроль над основными звеньями производственного процесса на уровне собственников. Однако, данное утверждение трудно реализуемо для непубличных компаний. К тому же в случае вертикальной интеграции централизованное управление может превосходить по эффективности управление на основе рыночных отношений.

При консолидации двух и более компаний синергетический эффект может возникать за счет сокращения суммарных выплат по налогу на прибыль. В случае, если деятельность какой-либо из компаний для целей исчисления налога на прибыль оказывается убыточной, компания платит нулевой налог на прибыль. В случае приобретения такой компании или ее слияния с другой компанией величина убытков в налоговом учете может быть использована в качестве налогового щита другой или новой, объединенной компании. При этом возникновение убытков в налоговом учете не обязательно является следствием неэффективности хозяйственной деятельности компании. Данные убытки могут возникать в результате применения компанией ускоренных норм амортизации, финансового лизинга оборудования, финансирования непубличной компании ее собственниками в форме кредитов и займов, переноса убытков прошлых лет и т.п. в зависимости от особенностей налогообложения доходов компаний в каждой конкретной юрисдикции.

VA = Tax Rate x Loss, где

Loss – величина налогового убытка одной из компаний, на которую может быть уменьшена налогооблагаемая прибыль компании–партнера по сделке;

Tax Rate – номинальная ставка налога на прибыль

Если в результате сделок слияний и приобретений компании, в них участвующие, продолжают существовать в виде отдельных юридических лиц, контролируемых одним лицом, то эффект налогового щита можно «передать» от убыточной, с точки зрения налогооблагаемой прибыли компании, к прибыльной. Среди наиболее распространенных способов такой «передачи» - трансфертное ценообразование, финансирование компании за счет займов и др.

Безусловно, достижение синергии за счет экономии на налогах не является основным движущим экономическим мотивом при сделках слияний и приобретений, однако, потенциальный эффект возможности использования налогового щита должен рассматриваться при анализе сделки и определении ее эффективности.

Создание дополнительной стоимости для какого-либо из хозяйствующих субъектов возможно за счет трех основных факторов – вовлечения в производственный процесс большего количества ресурсов (экстенсивный фактор роста), за счет более интенсивного использования имеющихся ресурсов (экстенсивный фактор роста) и за счет распределения стоимости от одних субъектов к другим (структурный фактор). Создание стоимости в результате синергии, получаемой за счет реализации сделок слияний и приобретений, происходит, в том числе, и за счет распределения стоимости от других субъектов экономики. Например, создание стоимости за счет реализации эффекта налогового щита в результате сделок слияний и приобретений ведет к снижению налоговых поступлений в государственный бюджет. Рост стоимости за счет горизонтальной интеграции, сопровождаемой увеличением монопольной власти компании и ее возможностью увеличить цены на продукцию, ведет к потере стоимости со стороны покупателей. Снижение затрат на покупку товаров и услуг у

поставщиков за счет более масштабных закупок или сокращения совокупного уровня складских запасов ведет к потере стоимости рынка сбыта в стоимостном выражении для поставщиков. Экономия на масштабе, приводящая к сокращению работников, является временной потерей доходов для последних.

В этой связи может возникать вопрос - является ли задачей бизнеса учет подобных эффектов при реализации сделок слияний и приобретений? Задачей компании и, соответственно, критерием эффективности его функционирования является создание стоимости. Поэтому управление бизнесом должно быть направлено только на увеличение его стоимости. Любое перераспределение доходов, не ведущее к росту стоимости компании, должно быть возможно только на уровне законного диктата со стороны государства (главным образом через налоговый механизм) либо на уровне собственников бизнеса (для удовлетворения их собственных интересов, не связанных с данным бизнесом). Иное перераспределение доходов ведет к потере стоимости бизнеса и, следовательно, к потере будущей стоимости, распределяемой в пользу других субъектов, в том числе, и для решения социальных задач.

Выводы:

- Основными источниками роста стоимости компании в результате слияния или приобретения другой компании являются возможность приобрести недооцененные рынком в конкретный момент времени активы и/или возможность использовать эффект синергии.
- Возможность приобрести активы ниже их рыночной стоимости возникает вследствие: текущего неэффективного управления компанией, что отражается на цене ее акций; низкой конкурентности процесса из-за законодательных и иных ограничений (приватизация); ассиметричности распределения информации между участниками; неблагоприятных конъюнктуры на рынках капитала и финансового состояния потенциальных участников сделки.

- Возможность покупки недооцененных активов может создавать стоимость для приобретающей стороны. Однако выигрыш покупателя является проигрышем продавца в данной сделке. В терминах теории игр такая сделка трактуется как игра с нулевой суммой. В результате такой игры стоимость не создается, а лишь перераспределяется от одного участника сделки к другому. Дополнительная стоимость для всех участников сделки (пусть и в различных пропорциях) может создаваться только в результате возникновения синергии между объединяемыми компаниями.
- Синергия от слияний и приобретений возможна за счет использования возрастающей монопольной власти, экономии издержек за счет эффекта масштаба, снижения рисков вследствие вертикальной интеграции, использования эффекта налогового щита и, в отдельных случаях, за счет диверсификации бизнеса (в случае невозможности диверсификации на уровне акционеров либо при значительных трансакционных издержках связанных с такой диверсификацией).
- Создание стоимости в результате синергии, получаемой за счет реализации сделок слияний и приобретений, происходит, в том числе, и за счет перераспределения стоимости от других субъектов экономики, что может приводить к негативным социальным эффектам – рост цен, безработица и т.п.
- По мнению диссертанта, учет подобных эффектов не является задачей бизнеса. Регулирование перераспределения доходов в пользу социальных программ должно быть возможно только на уровне законного диктата со стороны государства (главным образом через налоговый механизм) либо на уровне собственников бизнеса (для удовлетворения их собственных интересов, не связанных с данным бизнесом). Любое другое перераспределение доходов ведет к потере стоимости бизнеса и, следовательно, к потере будущей стоимости,

распределяемой в пользу других субъектов, в том числе и для решения социальных задач.

1.4 Премии за размер и контроль как факторы стоимости в рамках сделок слияний и приобретений.

Еще одним из аспектов оценки стоимости компаний для целей слияний и приобретений является возможность снижения рисков, присущих денежным потокам консолидированной компании в результате роста размера компании. Эмпирическое исследование доходности акций западных компаний свидетельствует о зависимости между доходностью собственного капитала и размерами компании. Анализ доходности акций публичных западных компаний свидетельствует о том, что в глазах инвесторов большие по размеру капитала компании менее рискованны.

В основу анализа легли данные Ibbotson Associates относительно средней доходности компаний с разной величиной акционерного капитала (рыночной капитализацией).

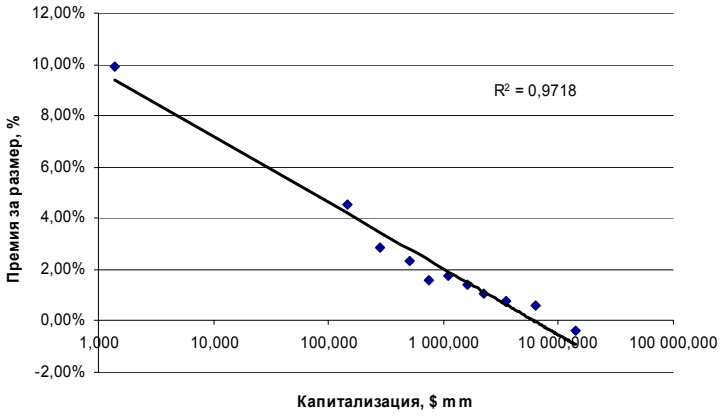
Таблица 4. Зависимость премии за размер от рыночной капитализации компании.

Группы	Рыночная капитализация - минимальный размер, $ млн.	Премия за размер (сверх CAPM), %
1	14 099,678	-0,37%
2	6 258,630	0,60%
3	3 473,335	0,75%
4	2 234,146	1,07%
5	1 607,831	1,44%
6	1 098,284	1,75%
7	746,249	1,61%
8	506,410	2,36%
9	282,974	2,86%
10	144,122	4,54%
11	1,393	9,90%

Источник: Ibbotson Associates

На основе вышеприведенных данных и исходя из предположения о логарифмической зависимости была построена регрессионная зависимость между доходностью акций и размером капитализации компаний.

Рисунок 5. Зависимость премии за размер от капитализации компании



Данную зависимость можно описать следующей формулой.

Size Premium = 9,9% - 2,7%*lg(MC), где

Size Premium – премия за размер к требуемой инвесторами доходности сверх CAPM;

MC – капитализация компании.

Коэффициент детерминации, объясняющий изменение зависимой величины за счет изменения независимой, для данной зависимости составляет: R^2=0,9718, что свидетельствует о невысоком уровне отклонений отдельных наблюдений. Для примера - коэффициент детерминации премии за риск в модели CAPM по данным некоторых исследований составляет около 0,1[24].

Данную зависимость полезно использовать при анализе ставки доходности собственного капитала в случае существенного изменения масштабов компании вследствие внешних событий, в т.ч. слияний и приобретений. Необходимо отметить, что в случае консолидации некотируемых компаний необходимо первоначальное предположение о возможной рыночной капитализации, что может порождать проблему цикличности – предположение о рыночной стоимости собственного капитала компании влияет на величину стоимости собственного капитала.

Одним из важных аспектов оценки компаний при слияниях и приобретениях является анализ влияния сделок на степень контроля над той или иной компанией.

[24] CFA Courses of Study. Schweser Institute, Thomson Prometric, 2005.

Контроль, как возможность активно распоряжаться денежными потоками и активами конкретной компании, является объектом рынка корпоративного контроля. Слияния и приобретения являются инструментами установления контроля на данном рынке. Выражением контроля над компаниями обычно служат конкретные пакеты акций, дающие определенную степень контроля. При этом стоимость пакета, дающего определенную степень контроля, обычно содержит в себе определенную премию за контроль.

Премия за контроль представляет собой дополнительную стоимость определенного пакета акций сверх стоимости, приходящейся на данный пакет пропорционально доле пакета в УК компании.

$\mathbf{V_{control\ stake} = Equity * Stake + Control\ Premium,}$ где

$V_{control\ stake}$ – стоимость контрольного пакета;

Equity – стоимость акционерного капитала компании;

Stake – размер контрольного пакета;

Control Premium – премия за контрольный характер пакета.

Премия за контрольный характер пакета может определяться двумя группами факторов – внешними факторами и внутренними факторами. Под внешними факторами подразумевается возможность контролирующего акционера получения синергии с другими его бизнес-активами, что является одной из главных движущих мотивов сделок слияний и приобретений. Природа возникновения премий, возникающих в результате возможности реализации синергии, уже была рассмотрена в параграфе 2.4.

К внутренним факторам, определяющим премию за контрольный характер пакета, относится возможность перераспределения части рыночной стоимости компании в пользу владельцев контрольных пакетов акций за счет владельцев миноритарных пакетов акций.

Конкретный пакет акций, выступающий формой выражения прав на активы и денежные потоки компании, может давать отдельным акционерам «непропорциональные» права, что является следствием закрепления в корпоративном законодательстве за определенными пакетами акций

возможности влиять на стратегию развития компании. Возникновение «непропорциональных» прав отдельных собственников является следствием невозможности в рамках эффективного управления компаниями предоставить всем акционерам возможность воплотить в реальность свои предпочтения по развитию компании. Современная модель принятия решений в компаниях напоминает демократический процесс, когда акционеры (избиратели) доверяют реализацию своих прямых прав высшему менеджменту компании. Для одобрения решения, в зависимости от степени его возможного влияния на развитие компании, и, соответственно, интересы всех акционеров (избирателей), необходимо определенное количество голосов. Контроль над голосами, количество которых достаточно для принятия определенного решения, дает право обладателю такого контроля возможность единолично принимать подобные решения. Лица, которые не могут влиять на решения в случае, если это следствие воли другого акционера, являются автоматически ограниченными в своих правах. Возможность ограничивать права других, которую дает контроль, должна быть дополнительно вознаграждена рынком. Таким образом, в основе внутренних факторов премии за контроль лежит возможность полной или частичной дискриминации прав по принятию решений одной группы акционеров в пользу другой группы. Применительно к стоимости компании это означает, что часть акционеров претендует на большую часть стоимости компании, чем пропорционально их доле. В качестве примеров проявления премии за контроль можно привести ситуации[25], в которых:

1) Контролирующий акционер принимает решение о каком-либо проекте исходя из своей склонности к риску. Например, у компании имеется два альтернативных инвестиционных проекта – «высокорисковый» с IRR 18% и ставкой дисконтирования, отражающей риск денежных потоков проекта – 16% и «консервативный» с IRR 13% и ставкой

[25] Все примеры исходят из недопустимости нарушений каких-либо норм корпоративного законодательства. Ситуации, при которых контролирующий акционер перераспределяет стоимость в свою пользу в нарушение законодательства, не рассматриваются.

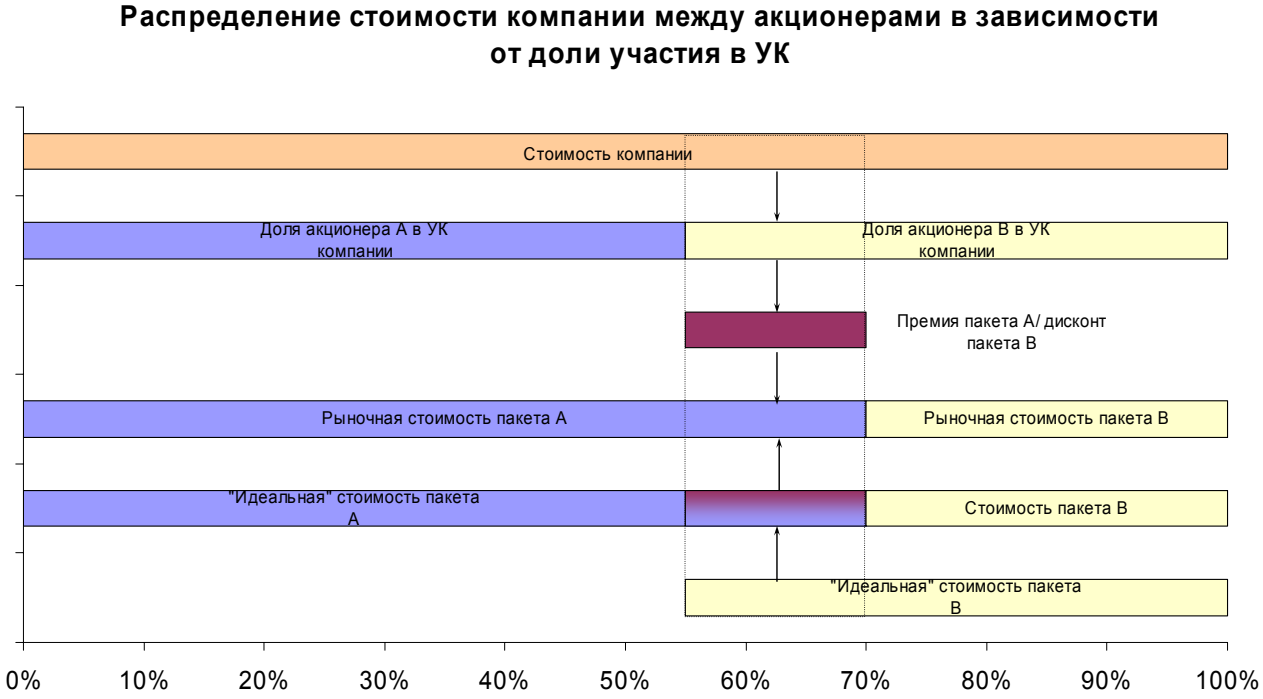
дисконтирования – 10%. Оба проекта имеют одинаковую положительную чистую текущую стоимость (NPV). Для инвестора, склонного к риску более предпочтительным будет выглядеть первый проект. Предположим, что у компании имеется два акционера – более склонный к риску контролирующий акционер и консервативный миноритарный. В данном случае возможность контролирующего акционера выбрать более соответствующий его предпочтениям инвестиционный проект, в ущерб интересам миноритарного акционера, создает для него дополнительную стоимость.

2) Контролирующий акционер в случае возможности получения синергии с компаниями, в которых имеет большую долю, стремится распределить стоимость синергии в пользу таких компаний. Сюда же относится выбор подконтрольных компаний контролирующего акционера в качестве контрагентов по сделкам.
3) Контролирующий акционер из альтернативных с точки зрения влияния на стоимость компаний решений выбирает то, которое ведет к максимизации стоимости собственности, принадлежащей ему лично. Например, в случае принятия решения о распределении денежных потоков среди акционеров в форме выкупа акций или выплаты дивидендов, контролирующий акционер исходя из особенностей налогообложения разных типов своих доходов (налог на дивиденды, налог на доходы) выберет способ, который обеспечит ему наименьшие налоговые потери. При этом благосостояние миноритарных акционеров вследствие других условий налогообложения их доходов может уменьшиться.
4) Миноритарный акционер постоянно несет риск принятия компанией решений, разрушающих ее стоимость вследствие недостаточных управленческих квалификаций контролирующего акционера. Контролирующий акционер в силу того, что не передает управление в

чьи-либо руки, застрахован от риска качества менеджмента стороннего лица.

Графически природу внутренних факторов премии за контроль можно выразить с помощью следующего рисунка:

Рисунок 6. Распределение стоимости компании между контролирующим (А) и миноритарным (Б) акционерами.



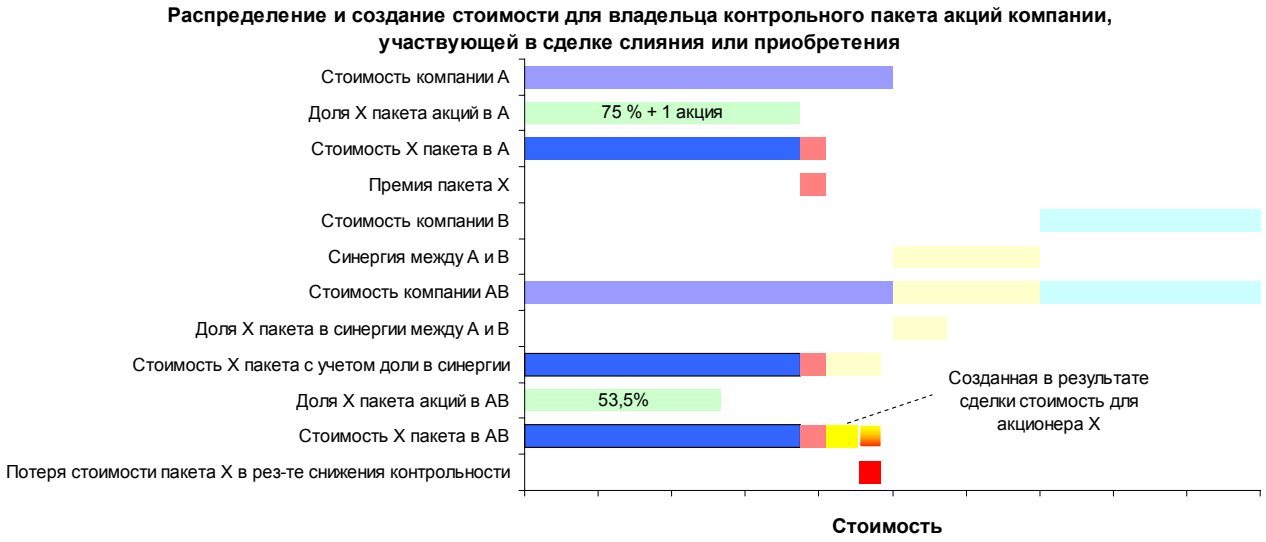
У компании имеется два акционера – А (мажоритарный акционер, контролирующий компанию) и В (миноритарный акционер). В случае отсутствия какой-либо премии за контроль, обусловленной внутренними факторами, стоимость акционерного капитала распределялась бы пропорционально доле каждого акционера в УК компании – «идеальные» стоимости пакетов А и В. Благодаря возможности акционера А определять стратегию развития компании и существенным образом влиять на большинство управленческих решений в силу преобладающего представительства в органах управления компании и возможности обеспечить большинство голосов на общем собрании акционеров, пакет А дает своему владельцу большее количество прав по сравнению с номинальным размером пакета.

Слияние или приобретение компаний с оплатой акциями приобретающей стороны неизбежно ведет к изменению долей собственников компаний, участвующих в сделке. В этих условиях происходит не только создание новой стоимости за счет возникновения эффекта синергии, но и перераспределение стоимости консолидированной компании между ее акционерами. При этом слияние и приобретение, создающее стоимость для акционеров компании в целом, может приводить к потере стоимости для отдельных акционеров, чьи пакеты, дающие тот или иной уровень контроля, размываются.

Необходимо анализировать не только справедливое распределение стоимости между сторонами сделки в лице конкретных компаний, но и между акционерами данных компаний, которые и будут принимать решения по той или иной сделке. На приведенной ниже диаграмме показано создание стоимости для акционера X компании A, владеющего 75% акций, в результате сделки по слиянию с B. При этом стоимость пакета акций акционера X увеличивается в меньшей степени по сравнению с увеличением стоимости акционерного капитала A[26]. Это происходит за счет снижения «контрольности» пакета X с суперконтрольного (75%+1 акция) до контрольного. Данная сделка при этом все равно выгодна акционеру X, так как суммарный стоимостной эффект для данного акционера (обозначен на диаграмме ярко-желтым цветом) больше 0.

[26] Для целей настоящего примера предполагается, что синергия распределяется между акционерами пропорционально рыночной стоимости консолидируемых компаний.

Рисунок 7. Влияние слияния на стоимость контрольного пакета акций.



Для целей дальнейших рассуждений обозначим пакеты, дающие ту или иную степень контроля над компанией, как премиальные пакеты. Премиальные пакеты должны содержать определенную премию к «пропорциональной» стоимости, которая возможна за счет дисконта «пропорциональной» стоимости непремиальных пакетов.

Собственники пакетов, премиальность которых в результате сделки слияния или приобретения с финансированием акциями исчезает или уменьшается, при оценке сделки должны анализировать не только ее стоимостной эффект для компании в целом, но и для себя лично. В случае, если происходит размывание пакета до размера, содержащего меньшую премию за контроль (например, с 51% до 49%), собственники «премиальных» пакетов вправе требовать дополнительную премию, отражающую потерю стоимости в результате размывания пакета. При этом одобрение сделки во многом зависит от позиции собственников данных «премиальных пакетов».

Точки контроля («премиальные пакеты»):

1) 25+1 – блокирующий пакет, позволяющий заблокировать ряд стратегических решений общества, рассматриваемых на общем собрании акционеров компании, в т.ч. реорганизацию, одобрение крупных сделок и т.п;

2) 50+1 – контрольный пакет, позволяющий собственнику данного пакета назначать и контролировать действия ключевого управленческого персонала и, таким образом, контролировать операционную деятельность компании;
3) 75+1 – суперконтрольный пакет. Позволяет собственнику данного пакета принимать любые стратегические решения относительно данной компании.

Соответственно, любые сделки слияний и приобретений, в результате которых размер пакета переходит данные точки контроля, требуют пристального внимания и анализа изменения стоимости с позиции акционеров.

Согласно сложившейся практике расчет премии за контроль при оценке стоимости премиального пакета акций базируется на анализе сделок, происходивших с премиальными пакетами, и построения зависимости между размером пакета и премией за контроль. Однако данному подходу присущи следующие недостатки: 1) для точного установления зависимости необходима информация о сделках со 100% акций; 2) совокупная премия может включать в себя часть стоимости, относимой к синергии между данным пакетом и другими бизнес-активами приобретающей стороны; 3) каждая компания перед каждой конкретной сделкой имеет уникальное распределение прав на ее активы и денежные потоки между группами акционеров.

В этих условиях необходим дополнительный анализ относительно возможных премий/скидок за контроль. Данный анализ может базироваться на следующих утверждениях:

1. Рыночная стоимость 100% акций компании не зависит от структуры распределения акций между акционерами.
2. Сумма рыночных стоимостей всех пакетов акций равна рыночной стоимости акционерного капитала.
3. Чем больше размер пакета акций, тем выше его рыночная стоимость.

4. Собственники пакетов акций преследуют цели по максимизации стоимости своих пакетов. В случае, если стоимость возрастет в результате консолидации пакетов, то такая возможность будет реализована при любых обстоятельствах.

В случае, если акционерами компании являются только рациональные инвесторы, преследующие интересы по максимизации стоимости своих пакетов, возможно 3 ситуации с распределением акций любой компании:

1) наличие в одних руках суперконтрольного пакета;

2) наличие контрольного и блокирующего пакета;

3) наличие 3 блокирующих пакетов.

Любая сделка, разрушающая данное “равновесие”, должна требовать дополнительного анализа с точки зрения изменения распределения прав акционеров.

Выводы:

- В результате сделок слияний и приобретений существенным образом меняется размер (масштаб) бизнеса, а также структура распределения акционерного капитала компании. Эти изменения сказываются на премии за размер компании, влияющей на риск ее денежных потоков, а также премии за контроль, влияющей на стоимость пакета акций конкретного акционера.
- Анализ статистических данных показывает, что большие по капитализации публичные компании приносят своим акционерам меньшую доходность. В условиях конкурентного рынка такая ситуация возможна в случаях, когда риск, связанный с вложением средств в более крупную компанию, находится на более низком уровне по сравнению с компаниями, обладающими меньшей капитализацией. Таким образом, инвесторы при вложении средств в более мелкие компании и оценке рискованности их будущих денежных потоков имеют право требовать определенную премию. На основе анализа статистических данных о доходности ряда компаний,

сгруппированных исходя из размера капитализации, была получена устойчивая зависимость (коэффициент регрессии более 0,95), которая может служить обоснованием премии за размер при оценке стоимости непубличных компаний. В то же время необходимо заметить, что между премией за размер и определяемой на ее основе рыночной стоимостью акционерного капитала имеется циклическая зависимость.

- Одним из существенных аспектов при рассмотрении эффективности сделки слияний и приобретений и оценке стоимостных эффектов для конкретных групп акционеров, от которых зависит одобрение сделки, является необходимость анализа стоимостных эффектов перераспределения стоимости в результате потери/увеличения контрольности пакетов отдельных групп акционеров. Существуют две группы факторов, служащих источником создания дополнительной стоимости для владельцев пакетов акций определенной степени контрольности – внешние факторы, связанные с возможностью получения синергии с другими бизнес-активами собственника, а также внутренние факторы, связанные с возможностью принимать контролирующими акционерами решения, перераспределяющие стоимость компании в свою пользу в ущерб стоимости пакетов других (миноритарных) акционеров. Такое стоимостное перераспределение может иметь место даже в условиях полного соблюдения норм корпоративного законодательства благодаря возможности перераспределения денежных потоков и снижения рисков за счет реализации непосредственного права управления компанией.

Глава 2. Оценка стоимости компаний для целей слияний и приобретений в России.

2.1 Основные тенденции развития рынка слияний и приобретений в России.

Так как исследование проводилось преимущественно на основе анализа сделок слияний и приобретений российских компаний, а также компаний стран СНГ, диссертант считает необходимым дать общую характеристику рынка слияний и приобретений данного региона – текущее состояние, динамика развития, основные тенденция, анализ структуры и др.

Для анализа тенденций на рынке сделок слияний и приобретений в России и странах СНГ, а также определения их места на мировом рынке M&A было проведено статистическое исследование. Исследование охватывало период с 1 января 2001 г. по 22 марта 2006 г. и включало сделки слияний и приобретений объемом выше $ 5 млн. Базой служила информационная база агентства MergerMarket, содержащая первичную информацию и описание основных параметров сделок слияний и приобретений, информация о которых стала публичной (публикации СМИ, пресс-релизы компаний, заявления участвующих сторон, конференции, комментарии аналитиков и др. публичные источники). В ходе данного исследования было также принято решение об анализе сделок слияний и приобретений компаний, ведущих деятельность в странах СНГ, так как большинство слияний и приобретений осуществлялось российскими компаниями, и сделки в данных странах являются сферой влияния российского капитала. Был также проведен сравнительный анализ с рынком слияний и приобретений Европы (включая страны СНГ). В ходе исследования на основе данных за первый квартал 2006 года были также построены прогнозы объема сделок на 2006 год. В результате исследования были получены следующие выводы.

За период 1 января 2001 – 22 марта 2006 года (дата проведения исследования) в СНГ произошло 812 сделок слияний и приобретений объемом более $5 млн. на общую сумму более $130 млрд. Динамика российского рынка слияний и приобретений и рынка СНГ показана на следующем графике, а также графике приложения 2.

Рисунок 8. Развитие российского рынка слияний и приобретений в 2001-2006 гг.

Российский рынок слияний и приобретений, а также рынок стран СНГ в целом, с 2001 г. развивались поступательно. Снижение стоимостного объема сделок в 2004 г. является следствием резкого роста рынка в 2003 г., 40% стоимостного объема которого пришлось на две особо крупные сделки – слияние ЮКОСа и Сибнефти, а также слияние ТНК и российских нефтяных активов BP. Также снижение масштабных сделок в 2004 г. можно объяснить последствием такого фактора, как «дело ЮКОСа». Произошедший арест основного акционера компании М.Ходорковского и предъявление компании налоговых претензий в конце 2003 г. и начале 2004 г. вполне могли стать причиной снижения инвестиционной привлекательности российских компаний и падением рынка слияний и приобретений (с учетом того, что

средний срок реализации сделки с момента принятия решения до ее закрытия составляет 3 – 9 мес.).

На графиках, приведенных в приложении 2, видно, что за анализируемый период российский рынок слияний и приобретений, а также рынок всего СНГ, росли темпами, заметно опережающими средние темпы роста рынка M&A европейских стран. Среднегеометрические (кумулятивные) темпы роста российского рынка составили 53% в количественном и 63% в стоимостном выражении и отличались от темпов роста европейского рынка в 3-4 раза.

Стоимостная структура сделок слияний и приобретений, анализ которой приведен в приложении 2, свидетельствует о явном преобладании и привлекательности для консолидации сырьевых отраслей – нефтегазовой (около 63%) и металлургии (около 13%). Существенную долю также занимают телекоммуникационные компании, финансовый сектор и компании потребительского сектора (FMCG).

Количественно отраслевая структура рынка слияний и приобретений менее концентрирована. Если в стоимостной структуре на две отрасли приходится более 75% рынка, то в количественной – чуть более 25%.

Такая ситуация объясняется существенными отличиями в размере средней сделки слияний и приобретений в разных отраслях экономики (см. приложение 2).

Что касается географической структуры сделок слияний и приобретений СНГ, то как в количественном, так и в стоимостном выражении явное лидерство за Россией, на которую приходится более 80% слияний и приобретений. Существенная доля рынка приходится также на Украину и Казахстан. Диаграмма, показывающая доли стран СНГ на рынке слияний и приобретений в количественном и стоимостном выражении, приведена в приложении 2.

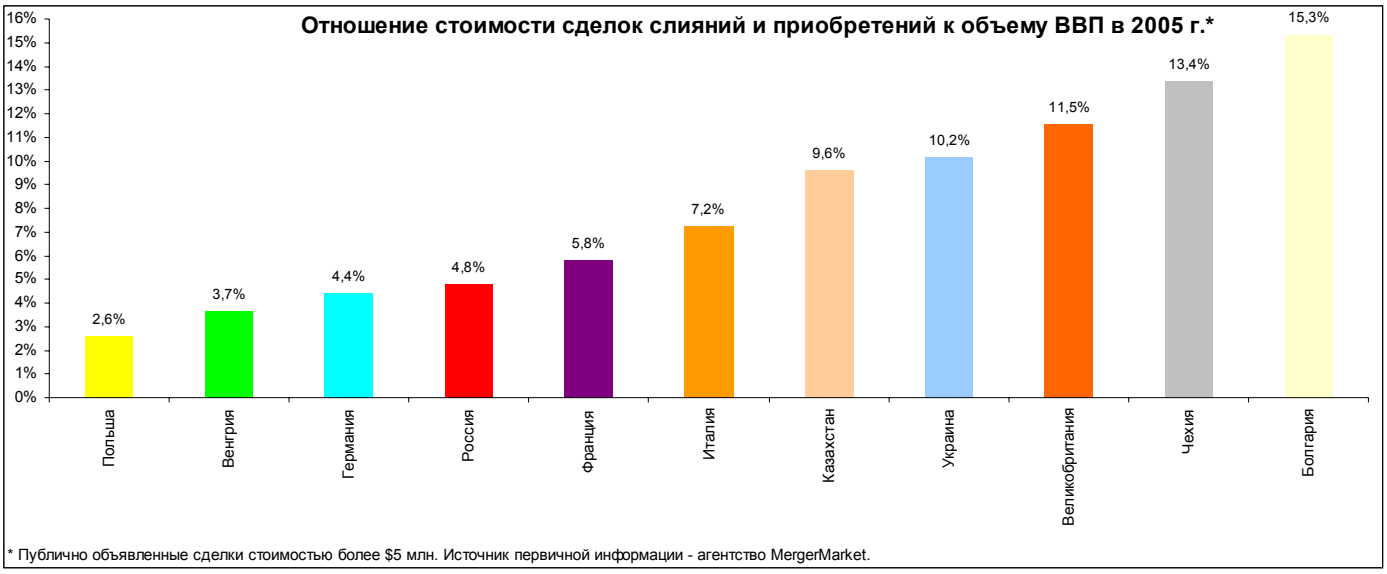
Страны СНГ также существенно отличаются между собой и средним объемом сделок слияний и приобретений (см. приложение 2). При этом

российские компании не являются лидерами по данному показателю, средний объем сделок в Казахстане и Азербайджане существенно превышает российский. Это объясняется большей степенью монополизации экономик этих стран и преобладанием среди слияний и приобретений сделок в сырьевом секторе, отличающимся высокой капиталоемкостью. Наиболее близким к России из стран СНГ по размеру средней сделки слияний и приобретений государством является Украина.

Так как экономики стран СНГ существенно отличаются по своему масштабу, то для анализа степени развитости рынка слияний и приобретений целесообразно сравнить объем сделок соответствующей страны с ее номинальным ВВП. Для того, чтобы показать тенденции развития рынка, отношение стоимости сделок слияний и приобретений к ВВП страны было показано в динамике за ряд временных периодов на графике в приложении 2. В качестве источника информации относительно номинального объема ВВП использовалась информация, подготовленная аналитиками Альфа-Банка, а также открытые данные статистической службы ЦРУ США (CIA Statistics).

Исходя из отношения стоимости сделок к объему ВВП, наибольшая активность с точки зрения слияний и приобретений была за весь период в Казахстане, России и Украине. В 2005 году лидерами по данному показателю были Кыргызстан, Украина, Казахстан, Молдова и Россия. Сверхвысокая активность (около 10% ВВП) Украины и Кыргызстана может объясняться прошедшими в 2005 г. в этих странах выборами, сопровождавшимися сменой правящей элиты и активным переделом собственности, в котором сделки слияний и приобретений были одним из механизмов. Состояние рынка слияний и приобретений вышеназванных стран СНГ в 2005 г. в целом соответствовало рынкам западной и восточной Европы.

Рисунок 9. Уровень развития рынков слияний и приобретений стран Европы и СНГ.



С учетом роста объемов проведения публичных размещений акций (IPO – Initial Public Offering) российских компаний, данные о которых приведены в приложении 2, можно говорить о высоком спросе на российские активы со стороны инвесторов.

В 2005 г. совокупный объем российской собственности, перераспределяемый с помощью IPO и сделок слияний и приобретений, составил около $ 41 млрд.

Выводы:

- Российский рынок и рынок стран СНГ демонстрируют высокий динамизм своего развития. Среднегодовые темпы роста российского рынка слияний и приобретений за последние 5 лет в 3-4 раза превышали соответствующие темпы роста европейского рынка как в количественном, так и в стоимостном выражении.
- Помимо России наиболее емкими рынками слияний и приобретений как в количественном, так и в стоимостном выражении являются Украина и Казахстан. Наиболее развитыми, с точки зрения соотношения объема сделок слияний и приобретений к объему ВВП, также являются рынки России, Казахстана и Украины. При этом относительный стоимостной размер собственности этих стран, перераспределяемый с помощью слияний и приобретений, в целом

соответствовал данному показателю в странах западной и восточной Европы.

- Стоимостная структура российского рынка слияний и приобретений сильно концентрирована в пользу нефтегазовой промышленности и металлургии. Большой объем сделок также приходится на телекоммуникации и финансовый сектор, компании потребительского сектора (FMCG).
- Высокий спрос на российские бизнес-активы (сделки слияний и приобретений и IPO) позволяет предположить высокую активность на рынке слияний и приобретений и в ближайшей перспективе.

2.2 Классификация слияний и приобретений, основные формы структурирования сделок слияний и приобретений в России.

Перейдем к рассмотрению юридических форм проявления экономических отношений, соответствующих сущности слияний и приобретений и встречающихся в российской, а также зарубежной хозяйственной практике.

В российском законодательстве слияние[27] трактуется как объединение двух и более юридических лиц в одну новую компанию с переходом всего имущества и обязательств объединяемых компаний к новой компании, возникающей в результате данного объединения. Одним из краеугольных камней процесса слияния является коэффициент конвертации акций объединяемых компаний в акции новой компании. Советы директоров объединяемых компаний выносят на общие собрания акционеров вопрос о слиянии компаний и его условиях. Решение о слиянии принимается квалифицированным большинством (75% + 1 голос) акционеров, принимающих участие в общем собрании и имеющих право голосовать по вопросу о слиянии. Наравне с владельцами обыкновенных акций собственники привилегированных акций любых типов также имеют право голоса по вопросам о слиянии. Существует несколько точек зрения практикующих юристов на вопрос о том, могут ли по вопросам о слиянии голосовать акционеры, которые владеют также акциями компании, вопрос о слиянии с которой выносится на общее собрание акционеров. Согласно мнению одной группы юристов, данная ситуация является случаем голосования по сделке, в отношении которой имеется заинтересованность, т.е. акционеры, владеющие акциями компании/ий с которыми предлагается слиться, имеют заинтересованность в совершении данной сделки. Следовательно, для избежания конфликта интересов такие акционеры не должны иметь право голоса по вопросу о слиянии. Данная точка зрения

[27] ФЗ «Об акционерных обществах» - ст. 16, п.1 - «Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних».

соответствует западному корпоративному законодательству. Оппоненты этой позиции обращают внимание на тот факт, что юридически слияние является одной из форм реорганизации компании, а реорганизация не является какой-либо сделкой, следовательно, статья федерального закона «Об акционерных обществах» в части одобрении сделок, в отношении которых имеется заинтересованность, на данную ситуацию не распространяется. Юридической практики по этой ситуации наработано до сих пор не было, поэтому данный вопрос остается открытым. Стоит заметить, что данная ситуация является характерной для многих слияний, так как принятию решения о слиянии часто предшествует заключение различного рода стратегических альянсов, сопровождаемых взаимным участием в уставных капиталах.

Сходным экономическим смыслом, но другой юридической формой обладает также такой вид реорганизации компаний как присоединение[28]. Обе вышеназванные формы реорганизации несут схожие юридические последствия: определение коэффициента конвертации, вынесение советами директоров реорганизуемых компаний условий слияния/присоединения на общее собрание акционеров, голосование акционерами по данному вопросу и, в случае одобрения реорганизации, завершение всех необходимых юридических процедур.

Схемы, описывающие процессы слияний и присоединений компаний, описаны в приложении 3.

При анализе экономических последствий принятия решения о реорганизации компаний в форме слияния или присоединения необходимо иметь в виду, что в случае положительного решения на компании налагается ряд экономических обязательств, а именно: акционеры, голосовавшие против решения о реорганизации или не принимавшие участие в голосовании, имеют право требовать выкупа своих акций; кредиторы имеют право

[28] ФЗ ст. 17. п.1 «Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу».

требовать досрочного удовлетворения обязательств компании перед ними вне зависимости от условий этих обязательств.

Исходя из этих ограничительных условий, при совершении сделок по слиянию и присоединению компаний необходимо также иметь оценку рыночной стоимости одной обыкновенной и одной привилегированной акций реорганизуемых компаний. Рыночная стоимость выкупа акций определяется советом директоров компании с учетом результатов независимой оценки, но не ниже средневзвешенной стоимости акций за последние 6 месяцев. При этом при расчете возможных финансовых требований со стороны акционеров, не поддержавших реорганизацию, следует принимать во внимание положение ст. 76 ФЗ “Об акционерных обществах», согласно которой на выкуп акций у акционеров компании не может быть направлено более 10% чистых активов компании. В случае превышения стоимости акций, предъявляемых к выкупу над величиной, составляющей 10% чистых активов компании, требования акционеров удовлетворяются пропорционально.

Кредиторы имеют право требовать досрочного погашения обязательств перед ними независимо от условий. При этом общая сумма досрочного удовлетворения требований законодательно не ограничена.

Организационно слияние или присоединение сопровождается выпуском новых акций (слияние) или дополнительной эмиссией акций (присоединение), которые конвертируются в акции присоединяемых или объединяемых в рамках слияния компаний. Обращаться на рынке такие акции могут только после регистрации ФСФР отчета об итогах выпуска акций, что сказывается на ликвидности акций компании и, как следствие, рыночной цене в течение некоторого периода времени после реорганизации. Существует также вариант конвертации акций без дополнительной эмиссии, сопровождаемый вследствие этого гораздо меньшими временными затратами. В случае если на балансе компании, к которой осуществляется присоединение, имеются собственные, ранее размещенные акции

(казначейские акции), то конвертация может происходить за счет этих акций. Данный случай можно довольно редко встретить на практике, так как согласно законодательству, компания может иметь не более 10% от общего числа размещенных акций на балансе. Если количество казначейских акций более 10%, то превышающие это ограничение акции должны по итогам финансового года погашаться или распределяться среди акционеров в виде дивидендов. Так как присоединяются в основном довольно значительные по относительной стоимости компании (в противном случае сделки происходят в форме приобретения и финансируются за счет денежных средств), то финансировать данные сделки в рамках довольно небольшого количества акций, находящихся на балансе, не представляется возможным. Вариант с казначейскими акциями в основном может использоваться лишь для схемы с обменом акций, когда компания уже владеет в присоединяемой компании значительным пакетом акций.

Помимо форм реорганизации, прописанных в законодательстве, юридической формой слияния как экономического явления выступают сделки по обмену акций одной компании на акции другой/их компаний, в результате которого одна из компаний получает долю в капитале другой/их компаний, позволяющую ей осуществить консолидацию товарных, материальных и денежных потоков этой компании/ий. Примером данной ситуации служит обмен акций ОАО «ОГК-5» на акции ОАО «Конаковская ГРЭС», произошедший в августе 2005 г., в результате которого ОГК-5 получила контроль над более 75% УК Конаковской ГРЭС и стала представлять собой единую с Конаковской ГРЭС операционную компанию[29]. В данном случае, в отличие от реорганизации в форме слияния или присоединения, образования и/или ликвидации компаний как юридических лиц не происходит. Вся процедура заключается в формировании холдинговой компании, состоящей из отдельных юридических лиц, одно из которых контролирует другое/ие. Процедура обмена акций компании с

[29] http://www.ogk-5.com/show.cgi?/shares/messages.htm.

последующим созданием холдинга, в котором централизованы товарные и финансовые потоки компаний, составляющих холдинг, по своей экономической сути является одним из видов слияний. Данная схема, однако, в отличие от реорганизации в форме присоединения или слияния является менее формализованной. Слияние компаний в данном случае происходит на основе добровольной оферты, предлагаемой одной компанией акционерам другой компании. Описание механизма реализации подобной сделки показано в приложении 4.

В отличие от варианта с реорганизацией компании акционеры, не согласные со сделкой (не принявшие оферту), не могут предъявить свои акции к выкупу компанией, а кредиторы требовать досрочного удовлетворения своих требований. Однако на действия компании, пытающейся осуществить присоединение другой компании путем обмена акций, накладывается необходимость соблюдать одно из требований российского корпоративного законодательства, а именно – ст. 80 закона «Об акционерных обществах». Согласно этой статье, в случае, если компания, владеющая 30% и более процентов акций в какой-либо компании[30] приобретает дополнительные акции, в т.ч. путем обмена на свои собственные акции, она обязана уведомить об этом компанию, акции которой она приобретает, и сделать предложение акционерам этой компании о выкупе их акций. Вопрос с оценкой акций компании в данном случае законодательно не урегулирован.

Часто схема с обменом акций на основе оферты предшествует реорганизации в форме слияния или присоединения. Согласно российскому законодательству акционеры, владеющие 75%+1 голосами, имеют право одобрить любые сделки, связанные с реорганизацией компании, так как ограничения по возможности участия в голосовании ввиду конфликта интересов (сделка с заинтересованностью) согласно ст. 81 ФЗ «Об

[30] Открытого акционерного общества с числом акционеров больше 1000, если иное специально не оговорено в уставе компании.

акционерных обществах» в данном случае не действует. Поэтому обмен акций может являться промежуточным шагом, призванным консолидировать как можно больше акций какой-либо компании с целью дальнейшего гарантированного слияния или присоединения. В схеме с обменом можно также предусмотреть частичный cash-out (выплата вознаграждения в денежной форме или в форме ликвидных ценных бумаг) для кого-либо из акционеров, что делает эту схему более гибкой по сравнению с реорганизацией в форме слияния или присоединения.

Таким образом, экономическая сущность явления слияния проявляется в трех различных юридических схемах, особенности которых представлены ниже:

Таблица 5. Классификация слияний по признаку юридической формы.

Юридическая форма	Реорганизация в форме слияния	Реорганизация в форме присоединения	Обмен акций [31]
Цель	Создание единой компании в рамках одного юридического лица	Создание единой компании в рамках одного юридического лица	Обеспечение контроля над компанией, позволяющего полностью контролировать ее материальные и финансовые потоки
Юридические последствия для участников сделки	Создание новой компании, ликвидация объединяемых компаний	Ликвидация присоединяемых компаний	Компании продолжают свою деятельность как отдельные юридические лица
Условие для одобрения сделки	Одобрение решения о слиянии на общем собрании 75%+1 голосами акционеров, принимающих участие в голосовании	Одобрение решения о слиянии на общем собрании 75%+1 голосами акционеров, принимающих участие в голосовании	Принятие условий обмена акций некоторыми акционерами, голоса которых полностью позволяют контролировать товарные и финансовые потоки или гарантированно осуществить реорганизацию в форме слияния или присоединения (75% +1 голос)
Ограничения	Наличие у акционеров, не поддержавших слияние, права требовать выкупа своих акций[32], возможность досрочного предъявления требований кредиторов	Наличие у акционеров, не поддержавших присоединение, права требовать выкупа своих акций[12], возможность досрочного предъявления требований кредиторов	Обязанность компании, обменивающей свои акции на акции акционеров другой/их компаний, сделать им предложение о выкупе в случае, если приобретается более 30% акций
Порядок выпуска акций для конвертации/обмена в рамках сделки	Эмиссия акций вновь создаваемой компании	Дополнительная эмиссия акций компании, к которой осуществляется присоединение. Казначейские акции	Дополнительная эмиссия акций компании, к которой осуществляется присоединение. Казначейские акции

Приобретение компании – покупка контрольного[33] пакета акций компании либо ее основных производственных активов с оплатой денежными средствами, ценными бумагами, в т.ч. акциями приобретающей компании. При этом оплата долевыми ценными бумагами возможна в случае, если акции приобретающей компании достаточно ликвидны, что позволяет бывшим акционерам приобретаемой компании их легко продать без

[31] С последующей консолидацией товарных и денежных потоков в рамках холдинга.
[32] Сумма требований ограничена величиной, составляющей 10% чистых активов компании, акционеры которой требуют выкупа акций.
[33] В данном случае под контрольным пакетом понимается любой пакет акций, величина которого позволяет приобретающей компании достичь своих стратегических целей.

существенных потерь для себя. Юридически приобретение обычно оформляется договором купли-продажи.

Схемы приобретения компании могут предусматривать покупку акций либо активов компании. Во втором случае компания продает находящиеся на своем балансе активы с оплатой денежными средствами и/или, возможно, ценными бумагами, которые в дальнейшем распределяются среди акционеров, и компания ликвидируется. Схема, описывающая варианты приобретения бизнеса приведена в приложении 5. По решению акционеров компании возможен вариант инвестирования полученных от продажи основных производственных активов средств в новый бизнес.

Преимущества вариантов приобретения акций и приобретения активов рассмотрены в нижеприведенной таблице:

Таблица 6. Сравнительный анализ приобретения активов / акций компании.

Преимущества	Объект приобретения	
	Активы	Акции
Для покупателя	• Снимаются юридические риски, связанные с деятельностью компании, в т.ч. претензии 3-х лиц к компании как юридическому лицу - забалансовые обязательства и т.п. • Возможность приобрести только интересующие активы	• Приобретение работающего бизнеса • Возможность использования неотчуждаемых нематериальных активов компании • Требует меньшей мобилизации финансовых ресурсов на покупку
Для продавца	• Возможность продать активы, не представляющие стратегического интереса для развития компании	• Вознаграждение получают непосредственно акционеры

Разновидностью приобретения, когда в качестве приобретаемой компании выступает публичная компания, является поглощение. Поглощение – успешная реализация предложения акционерам публичной компании о продаже принадлежащих им акций, в результате которой поглощающая компания консолидирует в своих руках пакет акций, достаточный для контроля над поглощаемой компанией. При этом предложение о поглощении обычно содержит минимальный уровень акций, которые компания согласна приобрести, чтобы поглощение состоялось. Схема поглощения приведена в приложении 6.

Основным критерием отнесения сделки приобретения к поглощению в данном случае выступает публичность компании – обращение акций на фондовом рынке и контроль компании со стороны нескольких неаффилированных акционеров, каждый из которых по отдельности не может оказывать существенного влияния на хозяйственную деятельность компании. При этом ряд акционеров может поддержать поглощение и выйти из бизнеса, а ряд остаться собственниками компании. Предложение поглощающей компании в основном рассчитано на портфельных и прочих миноритарных акционеров компании, которым преподносится идея того, что менеджмент компании неэффективно управляет компанией, что отражается в низкой цене акций, и в случае перехода компании под контроль поглощающей компании эффективность компании и, следовательно, стоимость акций акционеров компании резко возрастет.

Так как при поглощении делается попытка установить контроль над публичной компанией, необходимо четко соблюдать все нормы корпоративного законодательства с тем, чтобы не ущемить права какой-либо из групп акционеров компании. Часто поглощения проходят в виде тендерных предложений от ряда компаний, конкурирующих между собой за право приобрести компанию.

В отдельных странах существует отдельная отрасль права (представленная кодифицированными законами), посвященная поглощениям публичных компаний – Takeover Code. В подобных кодексах четко описаны возможные варианты поведения сторон – поглощаемой компании, акционеров поглощаемой компании и компании, осуществляющей поглощение.

По своей сути инициация процедуры поглощения со стороны заинтересованного лица означает начало публичного торга между потенциальными продавцами – акционерами поглощаемой компании и покупателем – поглощающей компанией, в котором каждая из сторон публично выдвигает аргументы в пользу своего мнения о справедливой

рыночной стоимости компании. Цель поглощающей компании в данном случае – добиться приобретения необходимого количества акций, позволяющих контролировать компанию (в зависимости от конкретной ситуации, особенностей законодательства, соглашения акционеров, устава, состава акционеров и т.п., это может быть различная доля УК компании) с минимальными финансовыми затратами. Цель акционеров поглощаемой компании – придать процессу конкурентность, добиться максимальной цены и привлечь наиболее эффективного стратегического акционера в случае, если акционеры поглощаемой компании не планируют полностью выходить из данного бизнеса. Существует также третья сторона в подобных сделках – менеджмент поглощаемой компании, который оценивает предложение поглощающей компании и выносит рекомендации акционерам относительно справедливости предложения. В данной ситуации почти всегда присутствует конфликт интересов ввиду того, что поглощающая компания стремится сменить менеджмент компании (так как одной из причин поглощения является возможность приобрести недооцененные в результате неэффективного управления активы). Поэтому менеджмент в большинстве случаев стремится заблокировать сделку. В зависимости от рекомендаций совета директоров своим акционерам поглощение может считаться дружественным (поддерживаемым советом) или враждебным.

В России отдельных законов, посвященных приобретению публичных компаний, не существует, и подобные процедуры регулируется только лишь федеральным законом «Об акционерных обществах». Согласно ст. 80 в случае, если какая-либо компания планирует приобрести более чем 30% акций другой компании, ей необходимо письменно уведомить об этом данную компанию. В случае, если какая-то компания приобрела 30% акций другой компании и намерена увеличивать свою долю путем приобретения

дополнительных акций, ей необходимо сделать предложение о выкупе всем акционерам компании, акции которой приобретаются[34].

Слияния и приобретения можно классифицировать на группы в зависимости от того, какие бизнесы объединяются в результате сделки. При консолидации компаний, действующих на одном и том же рынке, являющихся конкурентами по отношению друг к другу, сделка относится к горизонтальным слияниям и приобретениям. Примерами таких сделок являются приобретение российским мобильным оператором ОАО «Вымпелком» украинской сотовой компании ЗАО «Украинские радиосистемы», слияние генерирующих компаний в ОГК и ТГК, поглощение российской компанией ОАО «Лукойл» казахстанской нефтегазовой компании Nelson Resources, приобретение ОАО «Кузбассразрезуголь» британской угольной компании UK Coal, приобретение компанией «Евроцемент» цементных заводов группы «Интеко», слияние компаний региональных электросвязей в межрегиональные компании – «Сибтелеком», «Дальтелеком», «Волгателеком», «Северо-Западный телеком» и др.

В случае, если происходит объединение компаний вниз или вверх по производственной цепочке, т.е. когда одна из объединяемых компаний является основным потребителем/поставщиком другой компании, сделка относится к вертикальному типу. Примерами служат приобретение РАО «ЕЭС России» пакета акций производителя энергетического оборудования ОАО «Силовые машины», приобретение шинным холдингом Amtel-Vrederstain кузбасской компании «Химволокно».

Объединение двух и более не связанных между собой бизнесов является примером конгломеративной сделки. Примером является - приобретение «Сургутнефтегазом» телекомпании Ren-TV.

---

[34] В случае, если число акционеров компании более 1000 и в уставе компании отсутствует специальная оговорка о возможности не делать предложение о выкупе акционерам компании.

Выводы:

- Сделки слияний и приобретений могут структурироваться в форме покупки-продажи или обмена акций/активов компаний либо в форме реорганизации путем слияния или присоединения.
- В соответствии с действующим российским законодательством сделки слияния могут быть структурированы путем реорганизации в форме слияния либо присоединения или путем обмена акций между компаниями/акционерами компаний участников-сделки. Варианты структурирования различаются между собой юридическими последствиями для участвующих сторон, количеством голосов, необходимых для одобрения сделки, последствиями для финансовой деятельности консолидированной компании (требования акционеров о выкупе акций, требования кредиторов о досрочном погашении обязательств), схемой взаимоотношений между заинтересованными участниками в рамках сделки (компания-компания, компания-акционеры, акционеры-акционеры).
- Приобретение может быть структурировано как в форме покупки акций, так и в форме покупки имущественного комплекса (активов) интересующей компании.
- Частным случаем слияний и приобретений являются сделки поглощения компаний, характеризующие приобретение публичных компаний путем добровольного либо в силу закона направления тендерного предложения акционерам приобретаемой компании. На западе вопросы поглощения публичных компаний регулируются отдельной отраслью корпоративного законодательства, обычно в виде кодифицированных законов – Takeover Code и т.п.
- В зависимости от целей сделки и характера отраслевой принадлежности компаний, участвующих в слияниях и приобретениях, по отношению друг к другу сделки делятся на горизонтальные, вертикальные и конгломеративные.

2.3 Виды стоимости, используемые в оценке для целей слияний и приобретений компаний.

Методология оценки стоимости конкретного объекта зависит от вида стоимости, который необходимо определить в рамках той или иной задачи. В соответствии с российскими стандартами оценки существуют следующие виды стоимости – рыночная и отличные от рыночной стоимости, а именно: стоимость в условиях ограниченного рынка, стоимость замещения, стоимость воспроизводства, стоимость исходя из существующего использования, инвестиционная стоимость, стоимость для целей налогообложения, ликвидационная стоимость, утилизационная стоимость, специальная стоимость.

При этом под рыночной стоимостью, как базовой и наиболее распространенной формой проявления категории стоимость, понимают «наиболее вероятную цену, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства»[35]. В экономической литературе синонимами рыночной стоимости также выступают понятия фундаментальная и внутренняя стоимость.

Для целей дальнейшего рассуждения необходимо также обозначить взаимосвязь между понятиями рыночной стоимости акций компании (Equity) и их рыночной капитализацией (market capitalization). Рыночная капитализация представляет собой произведение количества акций в обращении на цену акции. Рыночная капитализация, таким образом, является моментным динамическим показателем - в качестве цены акции выступает цена какой-либо из сделок (обычно последняя сделка по времени) либо

[35] Здесь и далее при определении стандартов оценки используются «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности» согласно Постановлению Правительства РФ №519 «Об утверждении стандартов оценки» от 06.07.2001.

уровень цен, определенный на основе котировок акций компании; в качестве количества акций – число акций в обращении на данный момент времени, составляющее разницу между общим количеством эмитированных акций и казначейскими акциями (акциями, находящимися на балансе компании либо иным способом контролируемыми компанией-эмитентом).

Динамичность рыночной капитализации как моментного показателя определяется реакцией на новости фондового рынка, которые отражаются в прогнозах участников фондового рынка относительно рыночной стоимости акций компании. Рыночная капитализация – оценка стоимости акций компании участниками фондового рынка. Большое количество независимых участников рынка ценных бумаг обеспечивают показателю рыночной капитализации объективное формирование, но эти участники могут не обладать всей полнотой информации, которая, например, может быть раскрыта покупателям в рамках due diligence. Таким образом, рыночная капитализация акций компании является одной из форм проявления категории рыночная стоимость. В условиях эффективного рынка, когда вся информация о деятельности компании доступна в равной степени всем участникам рынка, имеется множество инвестиционных альтернатив, отсутствуют трансакционные издержки, и все инвесторы ведут себя рационально, рыночная капитализация должна совпадать с рыночной стоимостью акций компании. Однако на практике гипотеза об эффективном рынке не соблюдается, поэтому внутренняя фундаментальная рыночная стоимость акций компании в той или иной степени может отличаться от ее капитализации, что дает возможность участникам фондового рынка зарабатывать экономические прибыли на операциях с ценными бумагами. На рыночную капитализацию также действуют и постоянно меняющиеся психологические, поведенческие установки участников фондового рынка, в результате чего рыночная капитализация подвержена постоянным изменениям, часть из которых может быть никак не связана с фундаментальными характеристиками компании.

Некоторые экономисты указывают на взаимную связь между стоимостью акций компании и ее рыночной капитализацией. Известный инвестор и ученый Дж. Сорос в работе “Алхимия финансов”[36] обозначил взаимную связь между уровнем цен акций компании и ее фундаментальными экономическими характеристиками, выражаемыми через прибыль, понятием рефлексивности. Позитивная оценка компании фондовым рынком (высокий показатель p/e) согласно теории рефлексивности Сороса ведет к повышению прибыльности компании. В доказательство этой идеи Сорос приводит пример, связанный с рынком слияний и приобретений. В конце 60-х гг. в США акции высокотехнологичных оборонных компаний были несколько переоценены инвесторами (высокий показатель p/e). Данный факт позволил этим компаниям поглотить несколько других компаний с более низким p/e путем конвертации собственных акций в рамках дополнительных эмиссий. В результате этого прибыль на акцию материнской компании (у которой был более высокий p/e) возросла.

Математически взаимосвязь между рыночной капитализацией и фундаментальной внутренней рыночной стоимостью можно обозначить следующим образом:

MC = f(FV);

FV = g(MC), где

MC – рыночная капитализация компании;

FV – фундаментальная внутренняя рыночная стоимость акций компании.

Рыночная стоимость консолидируемых[37] компаний или активов в рамках слияний и приобретений выступает в качестве величины, не зависящей от самой сделки слияния или приобретения и ее финансовых условий. В рамках слияний и приобретений для оценки эффективности сделки необходимо также определение рыночной стоимости консолидированной компании. Применительно к описанному при определении понятия синергии равенству

---

[36] Сорос Д. Алхимия финансов. - М.: Инфра-М, 1996.

[37] Здесь и далее под консолидируемыми компании понимаются компании, участвующие в сделке слияния или приобретения и существующие как независимые субъекты до момента завершения сделки. Консолидированная компания – компания, образованная в результате реализации сделки слияния или приобретения, действующая как единый или совокупность контролируемых субъектов.

2+2=5 слагаемые 2 и 2 по отдельности, а также сумма 5 являются примерами рыночной стоимости.

Исходя из мотивации участников сделок слияний и приобретений – реализовать возможные синергетические эффекты и увеличить стоимость компании - в рамках оценки стоимости компании также может возникать потребность в оценке инвестиционной стоимости.

Инвестиционная стоимость в соответствии с действующими российскими стандартами оценки – «стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях». При толковании инвестиционной стоимости будем исходить из принципа наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки. Инвестиционная стоимость не может быть ниже рыночной стоимости. В случае, если использование объекта каким-либо инвестором, в т.ч. приобретающей компанией, в конкретных инвестиционных целях дает величину стоимости меньшую, чем рыночная стоимость, разумный инвестор не будет использовать данный объект в подобных инвестиционных целях. Таким образом, инвестиционная стоимость по определению должна быть больше рыночной стоимости, что возможно в т.ч. и за счет появления синергии между данной компанией и другими бизнес-активами данного инвестора.

Инвестиционная стоимость компании в данном случае учитывает стоимость синергетического эффекта для компании, инициирующей сделку. В рамках синергетического равенства 2+2=5 это реальная величина какого-либо из слагаемых с рыночной стоимостью 2, которая находится в пределах от 2 до 3.

Еще один стандарт стоимости, который может быть применен в рамках оценки стоимости при слияниях и приобретениях – стоимость замещения. Слияние или приобретение интересующей компании или ее активов является альтернативой замещения подобного бизнеса или актива.

Стоимость замещения – сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки. Стоимость замещения появляется в условиях, когда замещение объекта оценки экономически нецелесообразно при тех или иных условиях. В случае, если бы создание замещаемого объекта давало бы адекватную доходность на вложенный капитал, участники рынка вкладывали бы средства в объекты, аналогичные замещаемому, соответственно, был бы рынок данных объектов, и рыночная стоимость не отличалась бы от стоимости замещения. Следовательно, появление стоимости замещения возможно только в условиях, когда замещать подобный объект на рынке в текущих условиях экономически нецелесообразно. В рамках слияний и приобретений стоимость замещения используется для оценки стоимости объектов, когда единственная альтернатива приобретения интересующего объекта – строительство аналогичного, что актуально для объектов, функционирующих на рынках с ограниченной конкуренцией. Стоимость замещения на конкурентном рынке не может быть ниже рыночной стоимости. Если бы заместить объект стоило дешевле, чем приобрести аналогичный объект на рынке, ни один разумный инвестор не стал бы приобретать объект на рынке. При слияниях и приобретениях стоимость замещения является частным вариантом инвестиционной стоимости, когда конкретный покупатель в рамках данной сделки оценивает для себя стоимость замещения интересующего актива или бизнеса. Примером является сделка по продаже акций ОАО «Таймырэнерго», действующего на рынке с ограниченной конкуренцией – монопольный поставщик и монопольный потребитель (ОАО «ГМК Норильский Никель»). Альтернативой для покупателя Таймырэнерго – ГМК Норильский Никель - является замещение указанных мощностей. Так как сама идея строительства замещающих мощностей в условиях ограниченного рынка экономически

несостоятельна, стоимость замещения в данном случае используется как верхняя граница возможной цены продажи.[38]

Рассмотрим случай объединения компаний А и В в результате слияния А и В либо приобретения В компанией А. Взаимосвязь разных видов стоимости, которые могут выступать в качестве объектов оценки при слияниях и приобретениях, можно представить следующими зависимостями:

Рыночная стоимость А + Рыночная стоимость В + Инвестиционная стоимость синергии АВ = Рыночная стоимость АВ;

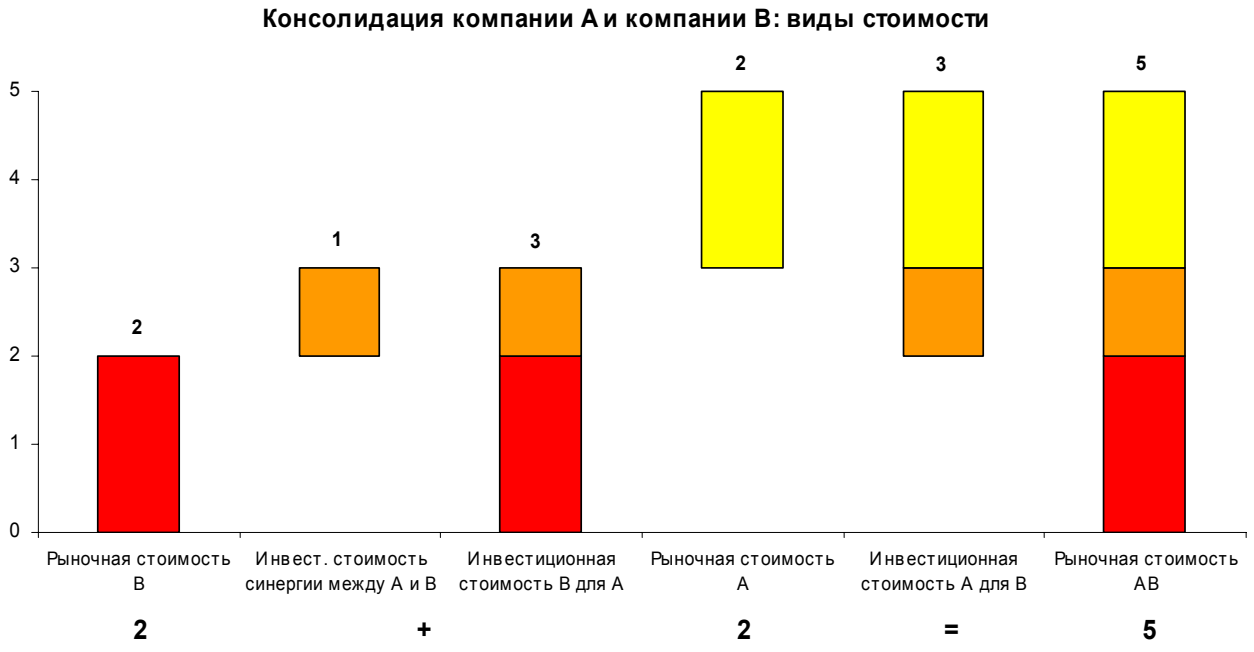
Рыночная стоимость А + Инвестиционная стоимость В для А = Рыночная стоимость АВ;

Рыночная стоимость В + Инвестиционная стоимость А для В = Рыночная стоимость АВ;

Инвестиционная стоимость А для В = Рыночная стоимость А + Инвестиционная стоимость эффекта синергии между А и В.

Взаимосвязь между разными видами стоимости на примере консолидации компании А и компании В (путем приобретения, присоединения, слияния компании А и компании В) можно продемонстрировать на следующем рисунке:

Рисунок 10. Взаимосвязь видов стоимости в сделках слияний и приобретений



[38] Источник: заседание Комитета по оценке при Совете директоров ОАО «РАО «ЕЭС России», 09.12.2005.

Таким образом, при оценке стоимости в рамках сделок слияний и приобретений могут быть оценены следующие компоненты – рыночная стоимость компаний, участвующих в сделке, рыночная стоимость объединенной (консолидированной) компании, инвестиционная стоимость синергетического эффекта, инвестиционная стоимость компании, участвующей в сделке, для компании-партнера по сделке. Определение рыночной стоимости А и В в процессе реализации сделок слияний и приобретений необходимо только в технических целях (в т.ч. и для расчета коэффициентов конвертации/обмена) и не является предметом рассмотрения настоящей работы, так как на эту величину сама сделка слияния или приобретения никаким образом не влияет. Больший интерес представляет расчет рыночной стоимости консолидированной компании (АВ), сравнение которой с суммой рыночных стоимостей независимых компаний (А + В) будет свидетельствовать о наличии/отсутствии синергии и эффективности сделки. Альтернативный вариант – расчет инвестиционной стоимости синергии - гораздо тяжелее реализовать на практике, так как стоимость синергии зависит не только от инкрементных денежных потоков, но и изменения уровня рисков, присущих денежным потокам консолидированной компании, что на практике характерно для большинства сделок слияний и приобретений.

При слияниях и приобретениях с оплатой акциями приобретающей компании основным фактором при анализе эффективности и целесообразности сделки для участвующих сторон является не только абсолютная, но и относительная стоимость. Например, при присоединении Конаковской ГРЭС к ОГК-5 акционеров Конаковской ГРЭС больше интересовала относительная оценка стоимости их компании (как процент от стоимости объединенной компании), чем абсолютная оценка акций для целей присоединения.

Исходя из определения видов стоимости, данных в стандартах оценки, ясно, что стандарты оценки описывают только абсолютные виды стоимости.

В этих условиях в целях дальнейших рассуждений представляется целесообразным дать определение относительной стоимости.

Относительная стоимость – стоимость объекта оценки, выраженная как часть стоимости другого объекта оценки.

Оценка относительной стоимости необходима для случаев, когда информация для оценки абсолютной стоимости недостаточна, или есть вероятность существенного искажения стоимости в рамках той или иной методологии. В отдельных случаях относительная оценка более точна, нежели абсолютная. Относительная оценка базируется на анализе и сопоставлении факторов стоимости. Например, при анализе относительной стоимости Конаковской ГРЭС и ОГК-5 при присоединении к ОГК-5 был проведен относительный анализ следующих факторов стоимости:

Таблица 7. Расчет коэффициентов конвертации/обмена Конаковской ГРЭС на акции ОГК-5 (РГРЭС, СуГРЭС, НГРЭС) исходя из ключевых факторов стоимости.

Относительная доля КГРЭС в ОГК-5

Показатель	РГРЭС	ОГК-5 СуГРЭС	НГРЭС	КГРЭС	Доля КГРЭС в ОГК-5(1)	Вытекающий коэффициент (1)
Установленная мощность (МВт)	3 800	1 205	1 210	2 400	27,9%	**21,2x**
Установленная мощность (МВт)*	4 206	2 414	2 056	2 539	22,6%	**16,7x**
Производство электроэнергии (млн. кВтч)						
2004	17 149	5 873	5 628	6 318	18,1%	13,0x
2005	17 254	5 852	5 608	6 195	17,7%	12,8x
2006	17 254	4 968	5 992	5 466	16,2%	11,6x
2007	19 973	5 796	6 364	17 029	34,6%	27,4x
2008	23 634	5 278	6 093	17 029	32,7%	25,6x
				Среднее значение:		**19,3x**
Производство электроэнергии* (млн. кВтч)						
2004	18 017	11 050	7 595	6 637	15,3%	10,9x
2005	18 145	11 169	7 628	6 583	15,1%	10,7x
2006	18 168	10 420	8 064	5 865	13,8%	9,7x
2007	20 910	11 387	8 488	17 438	30,0%	23,0x
2008	24 595	11 009	8 271	17 448	28,5%	21,7x
				Среднее значение:		**16,3x**
EBITDA (в млн. $)						
2006	47	14	27	20	18,7%	13,5x
2007	87	44	24	64	29,2%	22,4x
2008	101	49	23	77	30,9%	23,9x
				Среднее значение:		**19,9x**

(1) Без учета чистой задолженности.

* Тепло пересчитано в электричество исходя из коэффициента 1 Гкалч = 1,16 мВт (СИ)

В качестве факторов стоимости использовались операционные показатели: установленная электрическая мощность, установленная приведенная мощность, выработка электроэнергии, выработка приведенной энергии, а также финансовые показатели – EBITDA. На основе такого сравнительного анализа были рассчитаны соответствующие коэффициенты конвертации/обмена. Относительная оценка на основе факторов стоимости

более понятна участникам сделки, так как в большей степени лишена субъективных суждений оценщика. К недостаткам данного метода следует отнести невозможность точного учета уровня задолженности консолидируемых компаний в случае разницы в структуре капитала.

Продуктом относительной оценки стоимости применительно к сделкам слияний и приобретений с частичной оплатой акциями приобретающей компании являются коэффициенты конвертации/обмена акций. В соответствии с положениями акционерного законодательства и общими подходами к реализации сделок данные коэффициенты определяются на основе соотношения рыночных стоимостей консолидируемых компаний, что подразумевает распределение образуемой в результате консолидации синергии пропорционально рыночной стоимости независимых компаний. В случае, когда условия сделки предполагают иное распределение стоимости синергии, коэффициенты конвертации/обмена соответствующим образом корректируются, что будет рассмотрено в следующем параграфе.

Среди экономистов и практикующих специалистов по оценке стоимости бизнеса[39] также существует мнение о возможности применения отличного подхода к определению коэффициентов конвертации/обмена. Некоторые специалисты предлагают рассчитывать указанные коэффициенты, исходя из отношения стоимости акционерного капитала участвующей в консолидации компании к стоимости акционерного капитала консолидированной компании. Подобная точка зрения в принципе имеет отношение к экономической сущности сделок слияний и приобретений с оплатой акциями приобретающей стороны, однако полностью несостоятельна в рамках действующего законодательства и порядка отражения указанных сделок. Согласно действующим нормативно-правовым актам, регламентирующим порядок эмиссии акций, слияние или приобретение компаний с оплатой акциями приобретающей компании возможны только согласно следующим схемам. Консолидированная компания выпускает акции, которые

[39] Дискуссия на сайте www.appraiser.ru от 14.12.2005 - http://www.appraiser.ru/discuss/messages/82/11481

обмениваются/конвертируются в акции участвующих в слиянии или приобретаемых компаний. С одной стороны, консолидированная компания получает акции (в рамках обмена) либо активы и обязательства (в рамках реорганизации) других компаний, исходя из их рыночной оценки. С другой стороны, акции новой эмиссии, предоставляемые взамен, также имеет рыночную стоимость, исходя из рыночной оценки стоимости имеющихся акций[40]. То есть, все действия, связанные с обменом или конвертацией акций, происходят на основе принципа сложения стоимостей – стоимость акционерного капитала и количество акций компании пропорционально увеличиваются на величину, равную рыночной стоимости акционерного капитала консолидируемой компании. В случае, если обмен/конвертация акций происходит не за счет новой эмиссии, а за счет акций, имеющихся на балансе консолидированной компании до сделки, то балансовое равенство также соблюдается. Акции, находящиеся на балансе консолидированной компании, переходят в собственность акционеров консолидируемых компаний, т.е. экономически происходит размещение данных акций с оплатой акциями (обмен) либо активами и обязательствами (реорганизация) консолидируемых компаний.

Отдельный интерес заслуживает расчет доли каждой из участвующих в сделке компании в консолидированной компании. Один из главных вопросов, который интересует инвесторов: какой процент в консолидированной компании составит их компания. Ответ на этот вопрос дает первое представление об относительной оценке компаний и ее справедливости. Таким образом, расчет доли каждой конкретной компании в консолидированной компании не является необходимым техническим условием для реализации сделки, однако представляет хороший и понятный ориентир сторонам, участвующим в сделке. Примеры таких расчетов будут приведены в следующем параграфе.

---

[40] В случае, если сделка структурируется путем реорганизации в форме слияния, происходит первичная эмиссия ценных бумаг создаваемой компании, при этом рыночная стоимость данных ценных бумаг устанавливается, исходя из рыночной стоимости акций компаний, активы и обязательства которых переходят по передаточному акту к вновь создаваемой компании.

Выводы:

- В рамках оценки стоимости бизнеса для целей слияний и приобретений компаний используются следующие виды стоимости – рыночная, инвестиционная и стоимость замещения как аналог инвестиционной стоимости для уникальных объектов.
- Одной из форм проявления рыночной стоимости является рыночная капитализация акций компании. В условиях действия эффективного финансового рынка рыночная капитализация должна быть равна рыночной стоимости акций компании. На рыночную капитализацию действует и постоянно меняющиеся психологические, поведенческие установки участников фондового рынка, в результате чего рыночная капитализация - показатель более динамичный.
- Некоторые ученые указывают наличие взаимной связи (рефлексивности) между рыночной капитализацией и рыночной стоимостью:

  $MC = f(FV)$;

  $FV = g(MC)$.
- Объектами оценки при оценке стоимости для целей слияний и приобретений компаний выступают рыночная стоимость компаний, участвующих в сделке, рыночная стоимость объединенной (консолидированной) компании, инвестиционная стоимость синергетического эффекта, инвестиционная стоимость компании, участвующей в сделке, для компании-партнера по сделке.
- При слияниях и приобретениях с оплатой акциями приобретающей компании основным фактором при анализе эффективности и целесообразности сделки для участвующих сторон является не только абсолютная, но и относительная стоимость.
- Относительная стоимость – стоимость объекта оценки, выраженная как часть стоимости другого объекта оценки. Относительная оценка стоимости необходима для случаев, когда информация для оценки

абсолютной стоимости недостаточна, или есть вероятность существенного искажения стоимости в рамках той или иной методологии. В отдельных случаях относительная оценка более точна, нежели абсолютная. Относительная оценка базируется на анализе и сопоставлении факторов стоимости.

- Продуктом относительной оценки стоимости применительно к сделкам слияний и приобретений с оплатой акциями приобретающей компании являются коэффициенты конвертации/обмена акций. В соответствии с положениями акционерного законодательства и общими подходами к реализации сделок данные коэффициенты определяются на основе соотношения рыночных стоимостей консолидируемых компаний, что подразумевает распределение образуемой в результате консолидации синергии пропорционально рыночной стоимости независимых компаний. В случае, когда условия сделки предполагают иное распределение стоимости синергии, коэффициенты конвертации/обмена соответствующим образом корректируются (будет рассмотрено в следующем параграфе).

2.4 Распределение создаваемой стоимости между участниками сделок слияний и приобретений.

Как уже было рассмотрено выше, дополнительная стоимость для всех участников сделки («покупателя» и «продавца»[41]) может создаваться только в результате возникновения синергии между объединяемыми компаниями. Рассмотрим распределение созданной стоимости между участниками сделки в зависимости от ее условий.

На практике большинство сделок слияний и приобретений происходит с премией к справедливой рыночной стоимости, которую оплачивает сторона, инициирующая сделку. В этом случае сделка автоматически становится выгодной для стороны, которой делается предложение о приобретении или слиянии. Для того, чтобы сделка была выгодной и вела к росту стоимости или благосостояния бенефициаров компании-инициатора, стоимостной эффект от возникновения синергии в результате консолидации должен превышать премию, достающуюся партнерам по сделке.

Следовательно, чтобы сделка была эффективной для обеих сторон, премия должна лежать в интервале от 0 до суммы стоимостного эффекта, возникающего в результате синергии. Выгоды от возникающей в результате консолидации компании синергии, достающиеся инициатору сделки (бенефициарам новой компании, возникающей в результате сделки), частично делятся между другой стороной, принявшей условия сделки посредством премии к рыночной стоимости. Рассмотрим возможные варианты распределения стоимостного эффекта между участниками сделки в зависимости от особенностей структурирования сделки – финансирования слияния/приобретения за счет денежных средств/долговых ценных бумаг и долевых ценных бумаг.

Предположим, компания А планирует приобрести компанию В. Цена приобретения компании В (акции компании с учетом чистого долга)

---

[41] Здесь и далее под покупателем понимается компания, приобретающая другую компанию, а также компания-инициатор сделки слияния. Под продавцом подразумеваются бенефициары компании-цели приобретения или слияния.

составляет $ 80 млн. Справедливая рыночная стоимость компании B составляет $ 70 млн. Таким образом, премия данной сделки составляет $ 10 млн. Текущая стоимость денежных потоков, возникающих в результате синергии за счет объединения, составит $ 40 млн. Чистый стоимостной эффект от сделки для компании A составит $ 30 млн. Для того, чтобы сделка состоялась, премия не должна превышать $ 40 млн.

Market Premium ∈ (0;PV of Sinergy CF), где

Market Premium (MP) – премия к справедливой рыночной стоимости,

PV of Sinergy (PVS) – текущая стоимость денежных потоков, возникающих в результате синергии между бизнесами[42].

Стоимостной эффект для приобретающей компании в этом случае составит: VA = PVS - MP. Стоимостной эффект, достающийся бенефициарам компании-цели – MP. Суммарный стоимостной эффект будет равен - PVS.

Данная ситуация характерна для сделок приобретения компаний, которые финансируются за счет денежных средств или долговых ценных бумаг. Оплата денежными средствами обычно встречается, если приобретающая компания оценивает будущие перспективы консолидации выше рынка. В этом случае акционерам выгоднее заплатить денежные средства и не делиться выгодами от сделки с другими участниками. С другой стороны, рынок знает об этой особенности, и в случае, если в качестве вознаграждения предлагаются денежные средства, то это один из доводов для «продавцов» требовать от компании-инициатора сделки увеличения предлагаемой премии.

В случаях слияний или приобретений, полностью или частично финансируемых за счет долевых ценных бумаг приобретающей компании, акционеры компании-цели вместе с акционерами компании–инициатора сделки делят выгоды синергии между собой. В этом случае рассчитать стоимостной эффект несколько сложнее. Цена приобретения компании в

[42] Здесь и далее под стоимостным эффектом вследствие возникновения синергии от объединения компаний понимается не только текущая стоимость дополнительных денежных потоков, но и изменение текущей стоимости суммарных денежных потоков вследствие снижения уровня риска, связанного с получением данных денежных потоков в будущем.

данном случае определяется, исходя из предложенного коэффициента обмена/конвертации акций объединяемых компаний. Рыночная премия или дисконт представляет собой разницу между рыночной стоимостью акций объединенной компании (АВ), причитающихся, исходя из предложенного акционерами компании-инициатора (А) коэффициента конвертации/обмена, и справедливой рыночной стоимостью компании-цели (В).

$\mathbf{MP = FV_{ab}*W_b - FV_b}$, где

$FV_{ab} = FV_a + FV_b + PVS$,

FVab – справедливая рыночная стоимость объединенной компании; FVa, FVb – справедливая рыночная стоимость компаний А и В как независимых хозяйствующих субъектов.

W_b – доля бенефициаров компании В в объединенной компании (АВ), исходя из предложенного коэффициента конвертации/обмена.

Стоимостной эффект для акционеров компании А в этом случае будет равен:

$$\mathbf{VA_a = PVS – MP = PVS-(FV_{ab}*W_b – FV_b) = FV_{ab}*(1-W_b) – FV_a.}$$

Предположим, акционерный капитал компании А имеет справедливую рыночную стоимость в размере $ 150 млн[43]. Справедливая рыночная стоимость акций компании В составляет $ 74 млн. Компания А предлагает акционерам компании В обменять акции дополнительной эмиссии А на акции В[44], исходя из коэффициента 1:2 - одна акция А на две акции В (количество акций в уставных капиталах обеих компаний в данном примере для упрощения одинаковое). Таким образом, акционеры В по результатам обмена получат 1/3 акций объединенной компании. Текущая стоимость денежных потоков, возникающих в результате синергии за счет объединения, составляет $ 40 млн. Справедливая рыночная стоимость акций новой компании составит сумму рыночных стоимостей компаний как независимых субъектов экономики и текущей стоимости денежных потоков, возникающих в результате синергии – 74+150+40 = $ 264 млн. Рыночная премия,

[43] Для упрощения в данном примере рассмотрены компании с величиной чистого долга, равного 0. В случае, если какая-либо из объединяемых компаний имеется чистый долг, рыночная стоимость которого в результате сделки меняется, необходим анализ распределения изменения стоимости чистого долга. Данный вариант будет рассмотрен в следующей главе.

[44] Схема, рассмотренная в данном примере, юридически может быть осуществлена через направление оферты акционерам компании В обменять собственные акции на акции дополнительной эмиссии компании А либо через реорганизацию компаний А и В в форме присоединения компании В к компании А.

имплицированная в коэффициенте обмена акций, составляет: 264 * 1/3 – 74 = $ 14 млн. Благосостояние акционеров компании А в результате сделки возрастет на: 40 – 14 = $ 26 млн. (264 * 2/3 – 150 = 26).

Отдельный интерес представляет расчет диапазона доли акционеров В либо предлагаемого коэффициента конвертации/обмена акций компании В, в границах которого сделка будет выгодна как акционерам компании А, так и акционерам компании В.

Как уже было обозначено выше, акционеры компании В будут иметь интерес к сделке, если величина рыночной премии будет больше 0. Компания А будет заинтересована в сделке, если текущая стоимость синергии будет превышать рыночную премию, получаемую акционерами компании В, исходя из предложенных условий сделки. Для определения границ «справедливого» диапазона выразим долю акционеров компании В в объединенной компании, исходя из стоимостной оценки независимых компаний и синергии в точках, когда сделка перестает быть выгодна акционерам компании В и компании А.

Чтобы сделка была выгодна акционерам компании В, их минимальная доля в объединенной компании должна составлять:

$$\mathbf{W_{b\,min} = FV_b / (FV_a + FV_b + PVS) = FV_b / FV_{ab}.}$$

В приведенном примере, минимальная доля составляет 28,03%.

Чтобы сделка была выгодна компании А, максимальная доля компании В в объединенной компании должна составлять:

$$\mathbf{W_{b\,max} = (PVS + FV_b) / (FV_a + FV_b + PVS) = 1 - FV_a / (FV_a + FV_b + PVS) = 1 - FV_a / FV_{ab}.}$$

Максимальная доля составляет 43,18%.

Применительно к коэффициентам обмена/конвертации «справедливый» диапазон можно выразить следующим образом. Представим долю компании В в объединенной компании через отношение числа акций компании АВ, причитающихся акционерам компании В, к общему числу акций объединенной компании, равному сумме числа акций компании А до слияния

и числа акций дополнительной эмиссии, необходимой для обмена/конвертации акций B.

Количество акций объединенной компании – $\mathbf{N_{ab}=N_a+N_a*k*q}$, где

N_{ab} – количество акций в уставном капитале (УК) объединенной компании (AB);

N_a – количество акций в УК компании A до слияния с компанией B;

N_a*k*q – количество акций дополнительной эмиссии, выпускаемой для обмена акций компании B на акции объединенной компании;

k – коэффициент обмена/конвертации акций – акций компании A за 1 акцию компании B;

q – соотношение между количеством акций в УК компании B и УК компании A (Nb /Na).

Таким образом, доля компании B в объединенной компании составит:

$\mathbf{W_b = N_a*k*q / (N_a+N_a*k*q) = k*q / (1+k*q).}$

Коэффициент конвертации в зависимости от доли компании B должен быть равен: $\mathbf{к = W_b / ((1-W_b) * q)}$

Отсюда «справедливый» коэффициент конвертации должен лежать в пределах: $\mathbf{k \in (FV_b/(FV_a+PVS)/q; (PVS+FV_b)/FV_a/q).}$

Для приведенного выше примера «справедливый» коэффициент лежит в пределах от 0,389 до 0,760 акций компании A за одну акцию компании B.

Выводы:

- ✓ Коэффициенты конвертации, рассчитанные на основании соотношения рыночных стоимостей консолидируемых компаний или отношения их ключевых факторов стоимости, предполагают пропорциональное распределение стоимости синергетического эффекта сделки между ее участниками.
- ✓ В случае иного порядка распределения стоимости синергии между участниками сделки коэффициенты конвертации могут корректироваться, исходя из распределения стоимости синергии между участниками сделки.

Глава 3. Совершенствование оценки стоимости компаний для целей слияний и приобретений.

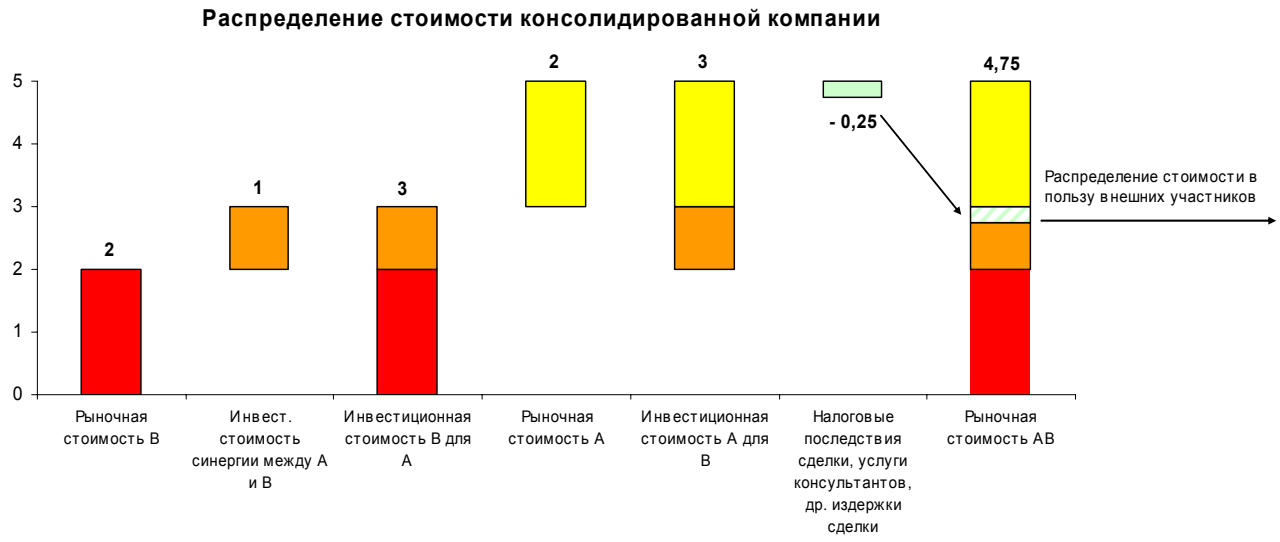
3.1 Анализ влияния юридической структуры сделок слияний и приобретений на стоимость бизнеса.

Эффективность конкретного слияния или приобретения во многом зависит от правильности оценки экономических выгод, которые создает данная сделка. Наряду с дополнительными денежными потоками, возникающими в результате синергии между объединяемыми бизнесами, необходимо также принимать во внимание потенциальные расходы и негативные экономические последствия, возникающие в результате сделки. Одним из объектов пристального внимания при принятии решений об эффективности сделки и оценке ее стоимостного эффекта должна являться юридическая структура предполагаемой сделки.

Юридическая структура сделки, в силу действующих в данной юрисдикции нормативно-правовых актов, налагает определенные ограничения по отражению в бухгалтерском и налоговом учете хозяйственных операций, связанных с реализацией сделки. Требования и особенности действующего законодательства, применимые к возможным вариантам структурирования сделки, могут оказывать существенное влияние на стоимость консолидированной компании.

В этих условиях, помимо оценки рыночной стоимости объединяемых компаний, а также инвестиционной стоимости синергетического эффекта, необходимо учитывать влияние на рыночную стоимость объединенной (консолидированной) компании денежных потоков/оттоков и рисков, являющихся следствием конкретной юридической структуры.

Рисунок 11. Распределение стоимости и взаимосвязь ее видов с учетом издержек сделок слияний и приобретений.



С точки зрения юридического структурирования сделок слияний и приобретений существует два базовых варианта:

1) сделки, происходящие на основании договоров купли-продажи и мены акций/активов компании, заключаемые между акционерами/самими консолидируемыми компаниями;

2) сделки, происходящие в рамках реорганизации консолидируемых компаний, одобрение которых происходит акционерами на общем собрании акционеров.

Первый вариант структурирования сделок проходит в русле каждодневных хозяйственных операций компании и не влечет каких-либо специфичных налоговых последствий. Сделки с ценными бумагами освобождены от уплаты НДС, а для целей расчета налога на прибыль используется общий порядок норм налогового законодательства.

Специфичным случаем в части возможных последствий по уплате налога на прибыль является сделка с неразмещенными акциями компании, находящимися на ее балансе. С точки зрения налогового законодательства, сделки купли-продажи и мены указанных акций не считаются их размещением, что соответствует в данном случае экономической сути данных операций. В результате стоимость подобных акций при их реализации, с точки зрения налогового законодательства, признается в

качестве расхода в нулевой оценке, что приводит к негативным налоговым последствиям в части уплаты налога на прибыль.

Второй вариант - структурирование сделок в форме реорганизации юридических лиц - может приводить к более значительным налоговым и иным последствиям, возникающим вследствие особенностей бухгалтерского оформления операций в подобных сделках.

При слияниях, сопровождающихся реорганизацией участвующих в сделке юридических лиц, происходит объединение активов и обязательств у одного из юридических лиц, участвующих в сделке[45], либо у вновь создаваемого юридического лица[46], при этом акционеры ликвидируемых обществ получают акции компании, к которой переходят активы и обязательства ликвидируемых компаний. Активы и обязательства ликвидируемых компаний переходят согласно передаточному акту, одобрение которого происходит на общем собрании акционеров по вопросу реорганизации наряду с одобрением коэффициентов конвертации акций.

Влияние последствий реорганизации на стоимость консолидированной компании было проанализировано с позиции возникновения дополнительных денежных потоков вследствие необходимости уплаты дополнительного налога на прибыль, НДС, а также с позиции возникновения прочих отрицательных денежных потоков, дополнительных рисков и негативных последствий для акционеров консолидируемых и консолидированной компаний.

Анализ влияния бухгалтерских и налоговых последствий реорганизации на стоимость консолидированной компании выявил следующие существенные особенности:

– возможность досрочного удовлетворения требований кредиторов компании;

---

[45] Согласно ФЗ «Об акционерных обществах» называется реорганизацией компаний в форме присоединения.

[46] Согласно ФЗ «Об акционерных обществах» называется реорганизацией компаний в форме слияния.

– возможность перераспределения стоимости между сторонами сделки после одобрения ее условий за счет выплаты дивидендов;

– возможность образования бухгалтерского убытка и техническая невозможность платить дивиденды;

– разрыв в начислении амортизации для целей налогового учета.

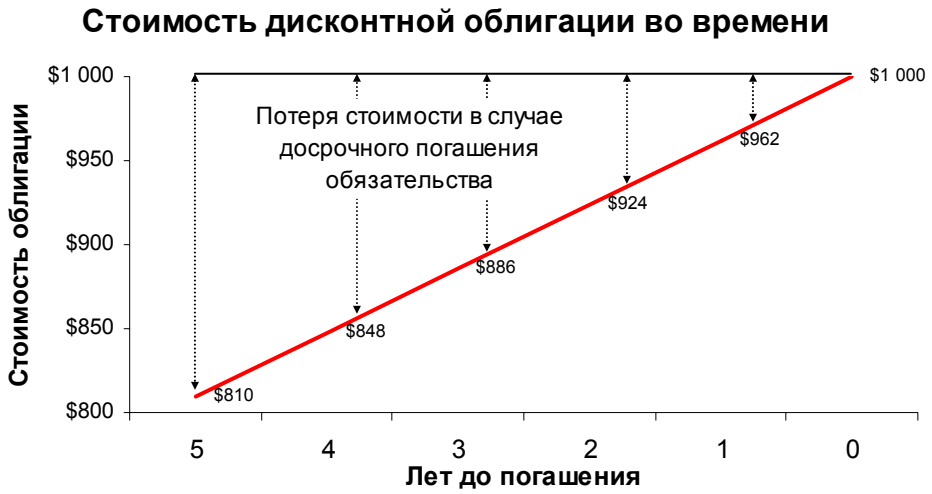
3.1.1. Возможность досрочного предъявления требований со стороны кредиторов

Любая реорганизация компании влечет за собой возможность досрочного предъявления требований со стороны кредиторов компании независимо от сроков и условий погашения обязательств. Данная норма распространяется на всех кредиторов компании, подразумевая возможность досрочного предъявления к выкупу долговых ценных бумаг компании (векселя, облигации и др.) и требований погашения кредитов и займов. В случае, если условия данных обязательств отличаются от текущих рыночных условий, и, соответственно, имплицированная в обязательства процентная ставка ниже рыночной, существует высокая вероятность того, что право досрочного требования со стороны кредиторов будет реализовано, так как это может привести к законному перераспределению части стоимости компании от акционеров в пользу ее кредиторов.

Рассмотрим данную ситуацию на следующем примере. Предположим, что компания выпустила облигации на следующих условиях: срок – 5 лет, купон – 5% от номинала, выплачивается в конце каждого года, номинал – $1 000. Рыночная процентная ставка привлечения заемных средств для данной компании, отражающая требуемую кредиторами норму доходности по этой облигации, составляет 10%. Исходя из данных параметров, текущая стоимость будущих денежных потоков, получаемых инвесторами, которые приобретут данную облигацию, составляет порядка $810, что составляет справедливую цену размещения данной облигации. С течением времени, по мере приближения к сроку погашения, рыночная стоимость данной ценной

бумаги постепенно вырастает и в момент погашения составит $1000 (номинал).

Рисунок 12. Зависимость стоимости долговых обязательств со ставкой купонной доходности от времени до погашения.



В случае, если компания осуществляет реорганизацию, в т.ч. путем слияния или присоединения, держатели данных облигаций имеют право предъявить их к погашению по номинальной стоимости. Потеря стоимости для собственников компании в данном случае будет равна разнице между рыночной стоимостью долговых обязательств компании и их номинальной стоимостью.

Аналогичные по своей природе потери могут возникать и в ситуации, когда компания на момент выпуска долгового обязательства установила ставку текущего дохода (купон и т.п.) равной на момент выпуска рыночной доходности или превышающей ее. Если впоследствии рыночная конъюнктура существенным образом ухудшилась, что привело к росту требуемой инвесторами доходности по долговым ценным бумагам[47], рыночная стоимость долговых обязательств компании становится меньше номинала данных обязательств. Кредиторы компании в данной ситуации предпочтут воспользоваться возможностью досрочного погашения обязательств, которую предоставляет реорганизация, так как в данном случае

[47] То же самое относится и к банковским кредитам в случае увеличения процентных ставок по сравнению с периодом, когда кредит был предоставлен.

произойдет перераспределение стоимости компании от акционеров в пользу кредиторов, что должно быть учтено при оценке рыночной стоимости консолидированной компании либо оценке инвестиционной стоимости стоимостного эффекта сделки.

Если компания не сможет в кратчайшие сроки рефинансировать свою задолженность, либо такое рефинансирование повлечет за собой увеличение ставки привлечения заемных средств, потери могут составлять и большую величину.

Отрицательный стоимостной эффект от досрочного погашения требований кредиторов можно описать следующей формулой:

$\mathbf{V_l = MV_d - NV_d - C}$, где

V_l – потеря стоимости компании в результате предъявления к погашению обязательств компании с нерыночными на момент реорганизации условиями;

MV_d – рыночная стоимость долговых обязательств (чистая текущая стоимость денежных потоков, связанных с долговыми обязательствами либо текущая капитализация котируемых долговых ценных бумаг);

NV_d – номинальная стоимость долговых обязательств компании (стоимость, которую кредиторы получают в момент погашения обязательств);

C – дополнительные издержки (в т.ч. трансакционные), связанные с необходимостью срочного рефинансирования задолженности в случае досрочного погашения обязательств.

3.1.2. Выплата дивидендов после одобрения условий реорганизации.

Одной из проблем при слиянии компании путем реорганизации является возможность распределения денежных потоков какой-либо из компаний, участвующих в сделке, в пользу ее акционеров после одобрения решения о реорганизации.

При структурировании сделок слияния путем реорганизации в форме слияния или присоединения финансовые условия сделки в виде коэффициентов конвертации акций одобряются на общих собраниях акционеров. При этом акционеры реорганизуемых компаний одновременно одобряют передаточные акты, согласно которым имущество и обязательства переходят на баланс консолидированной компании (вновь созданной компании в случае слияния и присоединяющей компании в случае

присоединения). С момента одобрения решения о реорганизации до полного перехода на единую акцию, сопровождаемого ликвидацией присоединяемых компаний и компаний, участвующих в слиянии, и конвертацией акций ликвидируемых компаний обычно проходит определенный период времени – от 3-х до 6-и месяцев. При этом консолидированная компания становится правопреемником ликвидируемых компаний по всему их имуществу и обязательствам. Таким образом, правопреемство гарантирует, что денежные потоки и активы, образованные с момента одобрения реорганизации до момента прекращения деятельности ликвидируемых компаний, будут являться собственностью консолидированной компании, и интересы акционеров компаний, участвующих в реорганизации, не будут нарушены.

Анализ корпоративного законодательства показывает, что возможна ситуация, при которой денежные потоки компаний, участвующих в реорганизации, на законных основаниях после одобрения реорганизации могут распределяться в пользу акционеров какой-либо из компаний[48].

Таким случаем является выплата дивидендов какой-либо из компаний, участвующих в реорганизации, после одобрения коэффициентов конвертации акционерами других компаний, участвующих в сделке. Так как после выплаты дивидендов или принятия решения об их выплате стоимость акционерного капитала компании уменьшается на величину объявленных/выплаченных дивидендов, финансовые условия реорганизации (коэффициент конвертации) теряют свою справедливость. Акционеры компании, одобрившей выплату дивидендов, получают дополнительные по сравнению с акционерами других компаний денежные потоки. Таким образом, возможность выплаты дивидендов после одобрения условий слияния свидетельствует о возможности дискриминации одной из групп акционеров, участвующих в сделке, за счет увеличения благосостояния другой группы акционеров. Дополнительная стоимость, получаемая

[48] Таким образом, денежные потоки, распределяемые в пользу акционеров какой-либо из компаний, автоматически приводят к потере стоимости акций других компаний, участвующих в реорганизации.

акционерами за счет перераспределения стоимости от других акционеров, определяется по следующей формуле:

$Vdiv = (1-W_a) * Div$, где:

Vdiv – величина перераспределяемой стоимости консолидированной компании в пользу акционеров объявившей дивиденды компании от акционеров других компаний, участвующих в реорганизации;

Div – величина выплачиваемых (объявленных) дивидендов после одобрения коэффициентов конвертации и до завершения реорганизации;

W_a – доля рыночной стоимости акционерного капитала компании, объявившей дивиденды, в акционерном капитале консолидированной компании.

Таким образом, при оценке рыночной стоимости консолидированной компании, а также при расчете коэффициентов конвертации возможность выплаты дивидендов должна быть учтена. Величина рыночной стоимости компании, участвующей в реорганизации должна корректироваться на сумму дивидендов, которые компания, участвующая в реорганизации, может выплатить[49] до момента завершения реорганизации:

$V_a' = V_a - Div$, где

V_a' – рыночная стоимость компании для целей определения коэффициента конвертации;

V_a – рыночная стоимость компании, участвующей в реорганизации;

Div – максимальные дивидендные выплаты, которые возможно объявить до планируемой даты завершения реорганизации;

Величина выплачиваемых в данном случае дивидендов должна рассчитываться с учетом требований акционерного законодательства. При этом в качестве прогнозной величины дивидендов для расчета рыночной стоимости компании в целях конвертации должна закладываться максимально возможная согласно российскому законодательству сумма дивидендов, ограниченная величиной чистой прибыли и чистыми активами компании.

Одним из вариантов решения обозначенной выше проблемы является возможность одобрения выплаты минимальных дивидендов до голосования по вопросам одобрения реорганизации. Дивиденды по результатам деятельности компании в конкретном отчетном периоде в соответствии с

[49] Либо принять решения о выплате. В случае если выплата дивидендов не была произведена до момента завершения реорганизации компании, обязанности по выплате дивидендов акционерам компании, принявшим решение о выплате дивидендов, переходят к консолидированной компании.

законом «Об акционерных обществах» могут начисляться только один раз. Если одновременно с или до голосования акционеров по вопросам реорганизации общее собрание одобрит минимальный размер дивидендов, например 1 коп., компания не сможет еще раз выплатить дивиденды в этом же отчетном периоде. В случае, если реорганизация будет завершена в том же бухгалтерском отчетном периоде (квартал), никакого перераспределения стоимости консолидированной компании среди отдельных групп ее акционеров возникнуть не может.

3.1.3. Разрыв в начислении амортизации для целей налогового учета.

В соответствии со ст. 259, п.6 Налогового кодекса РФ для целей налогового учета амортизация по основным средствам компаний, участвующих в реорганизации, перестает начисляться с 1-го числа месяца, в котором завершена ликвидация (при слиянии и для присоединяемых организаций при присоединении), а для реорганизуемой компании (присоединяющая компания при присоединении) – с 1 числа месяца, в котором завершена реорганизация. При этом для целей налогового учета согласно п.6 ст. 259 НК РФ амортизация по основным средствам, передаваемым от ликвидированных в результате реорганизации компаний, начинает начисляться с 1 числа месяца, следующего за месяцем завершения реорганизации. Таким образом, присоединяемые компании и компании, участвующие в реорганизации в форме слияния, перестают начислять амортизацию по передаваемым основным средствам с 1 числа месяца, в котором завершена реорганизация, а компания, которой данные основные средства передаются в результате реорганизации, начинает начислять амортизацию с 1 числа следующего месяца. В этих условиях у консолидированной компании (присоединяющая компания либо вновь созданная в результате слияния компания) происходит увеличение налоговой базы по налогу на прибыль за счет недоначисленной амортизации для целей налогового учета по сравнению с совокупной налоговой базой

реорганизуемых компаний, которая была бы в случае, если бы они продолжали существовать как отдельные юридические лица. Влияние данного положения налогового законодательства на рыночную стоимость консолидированной компании можно выразить следующей формулой:

$\mathbf{V_{tl} = T*D_m}$, где

V_{tl} – уменьшение рыночной стоимости консолидированной компании в результате увеличения налоговых платежей по налогу на прибыль вследствие реорганизации;

T – эффективная ставка налога на прибыль;

D_m – величина ежемесячных амортизационных отчислений по данным налогового учета по основным средствам компаний, ликвидируемых в процессе реорганизации.

3.1.4. Образование бухгалтерского непокрытого убытка вследствие реорганизации

Одной из важных проблем, влекущих дополнительные риски для компаний, формируемых в результате реорганизации в форме присоединения, является возможное несоответствие между бухгалтерской величиной чистых активов участвующих в реорганизации компаний и рыночной стоимостью их акций.

Активы и обязательства[50] присоединяемых компаний в большинстве случаев передаются на баланс консолидированной компании, исходя из балансовой оценки в бухгалтерском учете передающих компаний. При этом присоединяющая компания осуществляет дополнительную эмиссию своих акций, исходя из рыночной оценки чистых активов (акционерного капитала) ликвидируемых компаний, акции которых конвертируются в акции дополнительной эмиссии консолидированной компании. Уставный капитал[51] присоединяющей компании увеличивается на сумму дополнительной эмиссии акций, что соответствует рыночной стоимости акций присоединяемых компаний. При этом разница между величиной чистых активов присоединяемых компаний (балансовая стоимость) и увеличением уставного капитала присоединяющей компании (рыночная стоимость) в

[50] За исключением взаимной кредиторской и дебиторской задолженности, взаимных финансовых вложений и соответствующих им строкам пассива контрагента.

[51] Под уставным капиталом в данном случае понимается также и добавочный капитал в случае, если акции размещаются по цене, выше номинальной.

соответствии с методическими указаниями «По формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организации»[52] относится на статью «Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток» в бухгалтерском балансе присоединяющей компании.

Так как в большинстве случаев бухгалтерская оценка чистых активов компании составляет меньшую по сравнению с рыночной стоимостью акционерного капитала величину, то в результате реорганизации в форме присоединения на балансе присоединяющей компании образуется значительная величина непокрытого убытка. Данный непокрытый убыток не ведет к каким-либо налоговым последствиям, однако затрудняет объективный анализ финансовой отчетности консолидированной компании, а также делает невозможным в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» выплату дивидендов до момента полного покрытия указанных убытков. Техническая невозможность выплаты дивидендов в определенном периоде в будущем ведет к дополнительным рискам для акционеров компании, которые не будут иметь в течение периода покрытия убытков от реорганизации компании возможности получать денежные потоки в виде дивидендов. В свою очередь, невозможность выплачивать дивиденды акционерам компании в случае образования избыточных денежных средств на балансе и отсутствия у компании инвестиционных проектов с неотрицательной чистой текущей стоимостью (NPV) ведет к потере ее стоимости. Избыточные денежные средства в данном случае не могут приносить инвесторам требуемую норму доходности, а также не могут быть возвращены инвесторам в виде дивидендов. Ограничения прав акционеров на возможность распределения в виде дивидендов генерируемых компанией денежных потоков должно выражаться в требовании более высокой нормы доходности со стороны акционеров и, соответственно, в более высоких

[52] Приказ Минфина РФ «Об утверждении методических указаний по формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организаций» от 20.05.2003 №44н

рисках и ставке дисконтирования, присущей денежным потокам компании в течение периода технической невозможности выплачивать дивиденды.

Количественное определение данного риска и его влияния на стоимость представляется сложной задачей. Для определения величины отрицательного стоимостного эффекта, появляющегося в результате реорганизации компаний в форме присоединения вследствие образования бухгалтерского непокрытого убытка, и/или величины дополнительных рисков акционеров, возникающих в подобной ситуации, проанализируем влияние на стоимость компаний возможных вариантов решения обозначенной выше проблемы. Наименьшая потеря рыночной стоимости компании в результате реализации какого-либо из данных вариантов является максимальной потерей стоимости, так как разумные инвесторы (в данном случае акционеры) выберут вариант решения проблемы, максимизирующий рыночную стоимость компании.

Одним из вариантов решения проблемы невозможности распределять свободные денежные потоки компании в пользу ее акционеров путем выплаты дивидендов может являться вариант выкупа компанией собственных акций. Данный выкуп может быть структурирован в форме оферты всем акционерам с предложением продажи определенного количества акций, при этом каждый акционер может воспользоваться правом продать часть принадлежащих ему акций пропорционально его доле в УК компании. Недостатком данной схемы является возможность перераспределения долей акционеров, если кто-то откажется принять данную оферту. Приведенная стоимость затрат, связанных с выкупом и погашением собственных акций, а также выпадающих доходов акционеров, связанных с разницей в налогообложении денежных потоков, распределяемых в виде дивидендов и в виде выкупа собственных акций, будет служить нижней границей при оценке потери рыночной стоимости консолидированной компании в результате возникновения бухгалтерского убытка вследствие реорганизации:

$\mathbf{V_{bl} = PV[(T_i - T_{div})*Cash\text{-}out+Ex_{cash\text{-}out};t_{bl}]}$, где

T_i – средневзвешенный налог на доходы акционеров компании;

T_{div} – средневзвешенный налог на дивиденды акционеров компании;

Cash-out – экономически оправданная величина денежного потока компании, распределяемая в пользу акционеров;

$Ex_{cash\text{-}out}$ – организационные расходы, связанные с выкупом акций у акционеров;

t_{bl} – период, в течение которого компания не имеет возможности выплачивать дивиденды.

В случае, если компания не планирует выплачивать дивиденды в течение периода покрытия бухгалтерского убытка, что связано с наличием у компании рентабельных инвестиционных проектов (активнорастущая компания), величина потери стоимости равна 0.

Одной из возможностей решения проблемы бухгалтерского убытка является передача имущества к присоединяющей компании по рыночной стоимости в соответствии с решением акционеров. Однако, в этом случае в будущем у присоединяющей компании резко вырастают платежи по налогу на имущество, базой для начисления которого служит балансовая стоимость имущества. При этом стоимость имущества и обязательств, передаваемых к присоединяющей компании по рыночной стоимости для целей исчисления налога на прибыль в соответствии с НК РФ, определяется, исходя из данных налогового учета ликвидируемых компаний. Таким образом, разная база для исчисления налога на имущество и налоговой амортизации приводит к уменьшению свободных денежных потоков консолидированной компании по сравнению с суммой денежных потоков компаний, действующих как самостоятельные юридические лица. Уменьшение рыночной стоимости консолидированной компании в результате роста выплат по налогу на имущество является максимальной границей снижения стоимости в результате появления бухгалтерского непокрытого убытка на балансе консолидированной компании:

$\mathbf{V_{bl} = PV[T_p * (MVA - BVA)]}$, где

T_p – ставка налога на имущество;

MVA – рыночная стоимость облагаемых налогом на имущество активов;

BVA – балансовая стоимость облагаемых налогом на имущество активов (в учете передающей стороны).

Еще одним вариантом решения проблемы бухгалтерского непокрытого убытка на балансе консолидированной компании в результате реорганизации является возможность покрытия убытка за счет уменьшения величины уставного капитала. В случае, если такое покрытие происходит по итогам второго финансового года после реорганизации компаний, то такая операция не приводит к каким-либо негативным налоговым последствиям. Данная возможность также должна быть учтена при анализе потерь, возникающих при реализации вышеперечисленных вариантов решения проблемы по покрытию бухгалтерских убытков. Покрытие данного убытка за счет уставного капитала до окончания второго финансового года в соответствии со ст. 265 НК РФ признается внереализационным налоговым доходом и подлежит налогообложению. Потеря стоимости компании в результате реализации данного варианта определяется следующей формулой:

$\mathbf{V_{bl} = PV(T * Bl)}$, где

PV – текущая стоимость;

T – ставка налога на прибыль;

Bl – сумма непокрытого бухгалтерского убытка.

Стоит отметить, что при реорганизации компании в форме слияния указанных проблем не возникает, так как в данном случае уставный капитал может формироваться в любой величине. Однако структурирование сделки в форме слияния по сравнению с присоединением может создавать дополнительные риски и потери доходов в связи с необходимостью переоформления лицензий и разрешений, которые необходимо получить на вновь созданную компанию. Стоимостный эффект от реализации данного варианта выражается следующей формулой:

$\mathbf{V_{bl} = PV(CF_l) + V_{ia}}$, где

CF_l – недополученные в связи с необходимостью переоформления лицензий компании денежные потоки;

V_{ia} – возможная потеря стоимости нематериальных активов присоединяющей компании, возникающая в результате ее ликвидации.

Краткое обобщение анализа влияния проблемы образования бухгалтерского убытка вследствие слияния путем реорганизации на

стоимость консолидированной компании представлено в следующей таблице:

Таблица 8. Влияние бухгалтерского убытка на стоимость консолидированной компании.

Вариант решения	**Последствия для компании и акционеров**	**Влияние на стоимость**
Выкуп компанией собственных акций	Разница в налогообложении доходов акционеров, издержки, связанные с выкупом	$V_{bl1} = PV[(T_i - T_{div})*Cash\text{-}out + Ex_{cash\text{-}out};t_{bl}]$
Передача имущества и обязательств исходя из рыночной оценки	Рост платежей по налогу на имущество	$V_{bl2} = PV[T_p * (MVA - BVA)]$
Уменьшение величины уставного капитала	В случае покрытия убытка до окончания второго финансового года после реорганизации уплата налога на прибыль с суммы уменьшения	$V_{bl3} = PV(T * Bl)$
Структурирование сделки путем реорганизации в форме слияния	Недополученные доходы (временные потери на перерегистрацию лицензий и разрешений), потеря стоимости некоторых нематериальных активов	$V_{bl4} = PV(CF_l) + V_{ia}$
Итоговое влияние на стоимость		**$VA=\min(V_{bl1},V_{bl2}, V_{bl3},V_{bl4})$**

Выводы:

- Конкретная схема юридического структурирования сделок слияний и приобретений может вести в силу необходимости соблюдения положений действующих нормативно-правовых актов (налоговых, бухгалтерских и др.) к негативным экономическим последствиям для бизнеса консолидированной компании по сравнению с ситуацией, когда эти компании существуют как отдельные независимые юридические лица. Таким образом, при оценке рыночной стоимости консолидированной компании либо расчета стоимостного эффекта сделки слияния, либо приобретения необходимо анализировать дополнительные отрицательные денежные потоки и риски, связанные с данными последствиями. Анализ действующих российских нормативно-правовых актов показал, что основные издержки и риски несут в себе схемы, связанные с слиянием посредством реорганизации в форме слияния либо присоединения. Среди таких негативных последствий, ведущих к снижению рыночной стоимости

консолидированной компании про сравнению суммой стоимостей консолидируемых компаний, можно выделить следующие:

- разрыв в начислении амортизации для целей налогового учета;
- возможность досрочного предъявления требований со стороны кредиторов независимо от сроков и условий их исполнения;
- выплата дивидендов одной из консолидируемых компаний в ущерб акционерам других компаний, участвующих в сделке;
- возможность образования бухгалтерского непокрытого убытка на балансе консолидированной компании, делающей невозможной выплату дивидендов и снижающей инвестиционную привлекательность компании.

3.2 Влияние структуры капитала на оценку стоимости компании для целей слияний и приобретений.

Одним из последствий слияний и приобретений, а также особенностью, влияющей на оценку компаний, является существенное изменение структуры капитала компаний в результате сделок. Структура капитала в процессе слияний и приобретений меняется в результате следующих причин:

- изначальное различие в структуре капитала консолидируемых компаний;
- необходимость формирования другой оптимальной структуры в результате изменения рисков и масштаба бизнеса, что является следствием слияний и приобретений;
- особенности финансирования и структурирования сделок слияний и приобретений, в т.ч. включая ситуацию, когда сделку слияния и приобретения можно профинансировать только в случае существенного изменения структуры капитала.

Проблемам влияния структуры капитала на стоимость компании посвящены многие работы и научные дискуссии ученых-экономистов XX-XXI века, среди которых особо выделяется работа нобелевских лауреатов F. Modigliani и M.H. Miller (MM) - The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[53].

Первоначальная дискуссия была посвящена тому, есть ли взаимосвязь между стоимостью компании и структурой ее капитала, и, соответственно, можно ли влиять на стоимость компании за счет изменения структуры ее капитала. Первые работы и модели, посвященные этой теме, указывали на отсутствие связи между стоимостью компании и структурой ее капитала. В качестве доказательства MM использовали идею арбитража, согласно которой любой из инвесторов мог на собственном уровне (уровне индивидуального инвестора) составить оптимальную пропорцию между

[53] Modigliani F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review 48, 1958, pp. 261–297.

инвестициями в долевые (акции) и долговые финансовые инструменты. Соответственно, те же самые действия на уровне компании, согласно идее арбитража, не могли приводить к созданию дополнительной стоимости.

Как и любая модель, модель ММ содержала ряд внутренних ограничений, существующих только в рамках идеального хозяйственного мира: отсутствие налогов на доходы, трансакционных издержек, возможность занимать по безрисковой ставке, справедливое распределение информации между всеми участниками рынка, принятие оптимальных решений всеми хозяйствующими субъектами и др. В дальнейшем используемые для анализа модели усложнялись путем введения дополнительных параметров (налоги, издержки, связанные с банкротством и др.), что более соответствовало экономическим реалиям. В этих условиях идея о наличии зависимости между стоимостью компании и структурой ее капитала была принята научным сообществом на теоретическом уровне. Наличие связи между структурой капитала компании и ее стоимостью было также доказано эмпирически путем наблюдения реакции фондового рынка на события, связанные с изменением структуры капитала и способов финансирования хозяйственной деятельности компаний. Объявления о выкупе акций у акционеров, выплата дивидендов, конвертация конвертируемых облигаций в акции и др. события, меняющие структуру капитала компании, часто приводят к значительным изменениям ее рыночной стоимости.

Определившись с тем, что структура капитала компании в реальном хозяйственном мире, безусловно, влияет на стоимость компании, научное сообщество пытается определить подходы к определению оптимальной структуры капитала – структуры, при которой стоимость компании максимизируется. Р. Брейли и С.Майерс назвали проблему определения оптимальной структуры капитала одной из наиболее важных, не решенных современной финансовой наукой проблем[54].

---

[54] Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: ОЛИМП-БИЗНЕС, 1997.

Наиболее распространенным подходом к описанию зависимости между структурой капитала и стоимостью компании является расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC), где каждый элемент взвешивается в соответствии со своей долей в структуре инвестированного в компанию капитала. При этом стоимость конкретного источника капитала зависит от его доли в структуре капитала. Возникает проблема наличия цикличности, когда определяемая (зависимая) величина является в то же время и одной из переменных:

EV = E+D = f (FCF, …, E, D, ..), где

EV (Enterprise Value) – рыночная стоимость компании;

E (Equity) – рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала компании;

D (Debt) – рыночная стоимость задолженности компании (Debt);

FCF (Free Cash Flow) – свободный денежный поток - денежный поток компании, остающийся в распоряжении инвесторов (как акционеров, так и кредиторов), служащий источником выплат доходов, требуемых инвесторами за предоставление капитала.

В случае, когда в расчетах используется модель денежных потоков на собственный капитал, ввиду того, что требуемая доходность на акционерный капитал зависит от структуры капитала компании, проблема также не снимается:

E = f (FCFE, …, E, D, ..), где

FCFE (Free Cash Flow to Equity, Equity Cash Flow) – денежный поток на акционерный (собственный) капитал – денежный поток компании, остающийся в распоряжении ее акционеров, служащий источником выплат доходов акционерам компании.

В основе каждого из методов дисконтирования денежных потоков (свободный денежный поток или денежный поток для собственного капитала) лежит идея о неизменной структуре капитала. То есть соотношение между собственным и заемным капиталом[55] устанавливается на неком оптимальном неизменном уровне (целевая структура капитала). Однако данная предпосылка редко соответствует реальности. Для активно растущих компаний моделирование в рамках предпосылки о неизменности

[55] Деление инвестированного в компанию капитала на собственный и заемный представляет собой простейший вариант классификации. В реальной хозяйственной практике может существовать большее количество источников финансирования компании (обыкновенные акции, привилегированные акции, конвертируемые облигации, банковские кредиты, векселя и т.п.), каждый из которых имеет свои затраты на привлечение.

структуры капитала может приводить к существенным искажениям и принятию нерациональных экономических решений. Еще большие искажения могут быть при оценке компаний в рамках сделок слияний и поглощений. Даже в случае прогнозируемого изменения структуры капитала в каждом из периодов проблема цикличности все равно не решается.

Решение уравнения по расчету стоимости компании в результате проблемы цикличности может приводить к двум одинаковым результатам стоимости компании (Enterprise Value) при разном соотношении собственного и заемного капитала. Это произойдет при введении условия о том, что требуемая кредиторами ставка доходности растет с увеличением доли заемных источников в структуре капитала, что соответствует реальности.

Для иллюстрации можно привести следующий пример: безрисковая ставка доходности (R_{fr}) составляет 4,5%, коэффициент Beta без учета структуры капитала (Unlevered Beta - B_u) – 1, рыночная премия (R_{pr}) – 7,5%, стоимость заемных средств (K_d) – от 5% до 10% в зависимости от доли заемного капитала, исходя из соотношения $K_d = 5\% + 5\%*W_d$, ставка налога на прибыль (T) – 24%, свободный денежный поток компании – $ 1000, темпы роста свободного денежного потока в будущем (g) – 1%. Докажем, что при одинаковой стоимости компании (EV) возможна разная стоимость акционерного капитала (Equity).

Средневзвешенная стоимость капитала определяется следующей зависимостью:

$$\mathbf{WACC = W_e*(R_{fr}+[B_u*(1+W_d/W_e*(1-T))]\ ^{56}*R_{pr}\ ) + W_d*(1-T)*K_d}, \text{ где}$$

WACC – средневзвешенная стоимость капитала (средневзвешенная норма доходности на инвестированный в бизнес компании капитал);

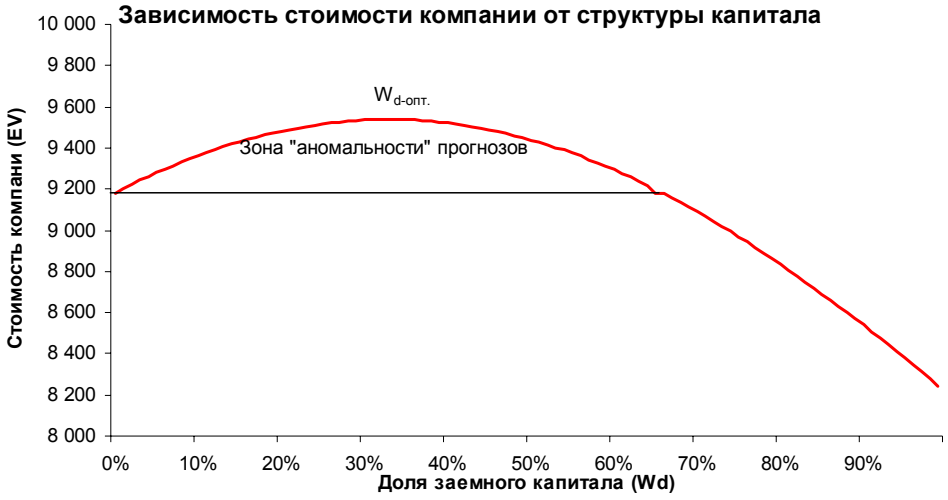
[56]При этом соотношение между коэффициентом Beta с учетом структуры капитала компании (Levered Beta – B_l) и коэффициентом Beta компании, финансируемой на 100% за счет акционерного (собственного) капитала (Unlevered Beta – B_u), описывается следующей формулой – $B_l = B_u *(1+W_d/W_e *(1-T))$. Данная формула зависимости между коэффициентами Beta компаний с разной структурой капитала является наиболее популярной в среде практикующих специалистов (инвестиционных банкиров, специалистов-оценщиков).

W_e – доля акционерного (собственного) капитала в инвестированном капитале компании (отношение рыночной стоимости собственного капитала к рыночной стоимости всего инвестированного капитала);

W_d – доля заемного капитала в инвестированном капитале компании (отношение рыночной стоимости долга к рыночной стоимости всего инвестированного капитала).

Графически зависимость между стоимостью компании (EV) и структурой капитала в данном примере можно показать следующим образом:

Рисунок 13. Зависимость стоимости компании (EV) от структуры капитала.



В случае, если компания финансируется только за счет собственных источников и не привлекает долгового финансирования, WACC = 100% * (4,5% + 1 * (1 + 0% / 100% * (1 - 24%)) * 7,5%) + 0% * (1 - 24%) * (5%+5%*0%) = 12,00%. Стоимость компании (EV) = 1000 * (1 + 1%) / (12% - 1%) = $ 9 182.

Стоимость собственного капитала (Equity) = 9 182 * 100% = $ 9 182.

В случае, если предположить, что целевая (оптимальная) структура капитала компании предполагает долю заемных источников в размере 65,8% (отношение рыночной стоимости заемного капитала к рыночной стоимости всего инвестированного капитала), расчет стоимости компании (EV) приведет к таким же результатам:

WACC = (100% - 65,8%) * (4,5% + 1 * (1 + 65,8% / 34,2% * (1 - 24%)) * 7,5%) + 65,8% * (1 - 24%) * (5%+5%*65,8%) =12,00%. Стоимость компании: EV = 1000 * (1 + 1%) / (12% - 1%) = $ 9 182.

Стоимость собственного капитала (equity) = 9 182 * 34,2% = $ 3 140.

Разница между результатами стоимости собственного капитала (Equity) составляет $ 6 042 или около 98% от среднего значения, что представляет собой огромную погрешность.

Рассмотрим пример с меньшим разбросом соотношения между собственным и заемным капиталом. Все условия за исключением соотношения между собственными и заемными источниками остаются такими же. В первом случае доля заемного капитала составляет 30%, при этом WACC – 11,59%, EV - $ 9 535, **Equity – $ 6 675**. Во втором случае, при доле заемного капитала в размере 36%, WACC и EV также 11,59% и $ 9 535 соответственно, однако **Equity – $ 6 102**. Таким образом, незначительная с точки зрения прогнозирования разница в структуре капитала компании может приводить к значительным отклонениям в величине стоимости акционерного капитала.

В пределах зоны «аномальности» прогнозов (см. рис. 11) изначально ошибочное или неточное предположение о структуре капитала оцениваемой компании может приводить к значительным искажениям расчета стоимости.

Форма графика стоимости компании в зависимости от структуры капитала – EV = f(Wd) объясняется условием о росте затрат на привлечение заемных средств (Kd) с ростом доли заемных источников в структуре капитала компании. Данное предположение полностью соответствует реальности, так как риск кредиторов компании увеличивается по мере роста объема задолженности: все больше ликвидных активов компании становятся обременены залогом предоставляемого заемного капитала, соответственно, кредиторы становятся в большей степени обеспокоены возможными финансовыми потерями в случае дефолта заемщика, что приводит к повышению требуемой нормы доходности.

График также является хорошей иллюстрацией тезиса о наличии у компании оптимальной структуры капитала. На практике линейных зависимостей, заложенных в качестве исходных предпосылок при определении средневзвешенной стоимости капитала (WACC), не существует.

Поэтому в реальности форма графика неизбежно будет отличаться от приведенного на рисунке, что создает сложности в определении реальной оптимальной структуры капитала. Также стоит заметить, что оптимальная структура капитала не может быть статичным параметром и постоянно меняется как под воздействием внутренних факторов (результаты деятельности компании), так и под воздействием факторов внешнего окружения.

Приведенный график и описанные выше примеры демонстрируют ошибочность уравнения расчета стоимости компании, при котором структура капитала является одной из переменных заданных величин. В случае, когда структура капитала значительно меняется в течение прогнозного периода под воздействием внешних факторов (большинство сделок слияний и приобретений), WACC также существенно меняется, что «обостряет» проблему цикличности.

В качестве решения вышеобозначенной проблемы расчета стоимости компании можно использовать идеи, заложенные в основе метода APV (Adjusted Present Value). Метод APV[57]- метод скорректированной чистой приведенной стоимости - является одной из разновидностей метода дисконтированных денежных потоков. Основная идея метода заключается в разграничении в финансовом менеджменте инвестиционных решений от финансовых и раздельном моделировании и дисконтировании основных денежных потоков проекта и каких-либо побочных потоков, являющихся следствием конкретных финансовых решений, главным образом, эффекта налогового щита.

$$\mathbf{APV = NPV + VTS,}$$

$$\mathbf{NPV = f\,(FCF,\ K_u),}$$

$$\mathbf{VTS = f\,(T,\ D,\ K_d)}^{58}\mathbf{,}$$ где

APV – скорректированная чистая текущая стоимость;

[57] Предложен S. Mayers в работе Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting // Journal of Finance, 1974 March, pp. 1–25

[58] В настоящий момент времени существует несколько точек зрения на природу рисков, присущих денежным потокам, связанным с эффектом налогового щита. В качестве ставки дисконтирования предлагается также использовать K_u.

NPV – чистая текущая стоимость проекта, текущая стоимость денежных потоков проекта;

K_u – ставка дисконтирования, отражающая риск денежных потоков при условии отсутствия заемного финансирования.

T – ставка налога на прибыль в данной юрисдикции, которая применяется к прибыли, генерируемой проектом;

VTS – текущая стоимость денежных потоков, связанных с эффектом налогового щита;

D – объем заемных средств, привлекаемых для финансирования проекта;

K_d – стоимость заемного финансирования. Используется в данной формуле для приведения к текущей стоимости денежных потоков, связанных с возникновением эффекта налогового щита.

Таким образом, любой проект рассматривается как сумма приведенной стоимости денежных потоков, генерируемых активами, и стоимости налогового щита, размер которого определяется решением о финансировании проекта.

Идею раздельного дисконтирования денежных потоков, являющихся следствием решений в области инвестиционной и финансовой политики компании, диссертант предлагает применить к оценке стоимости компании. При этом в случае раздельного дисконтирования операционного, инвестиционного и финансового денежных потоков можно полностью нивелировать проблему цикличности, характерную для традиционных методов дисконтирования денежных потоков. Соответственно, значительно повышается точность расчета стоимости компании, отсутствует необходимость в расчете множества значений WACC или K_e[59] для компаний с меняющейся структурой капитала, что особенно актуально для оценки в целях слияний и приобретений.

Имея прогноз денежных потоков компании по видам деятельности, идею о раздельном дисконтировании составляющих денежного потока автор настоящей статьи предлагает реализовать следующим образом:

Модель раздельного дисконтирования составляющих денежного потока (SDCF)

1. Рассчитывается денежный поток от операционной и инвестиционной деятельности. При этом операционный денежный поток очищается от

[59] Требуемая норма доходности инвесторов, владеющих акциями компании – ставка дисконтирования денежных потоков на собственный (акционерный) капитал.

эффекта налогового щита по заемным источникам, так как экономия на налоге на прибыль в данном случае является следствием финансового решения.

FCF = EBIT *(1-T) + D&A – CapEx – WCI, где

FCF – свободный денежный поток;

EBIT – прибыль до выплаты процентов по заемным источникам и налога на прибыль;

T – ставка налога на прибыль компании;

D&A – амортизация основных средств и нематериальных активов, а также сальдо других неденежных расходов и доходов компании;

CapEx – капитальные вложения;

WCI – увеличение собственного оборотного капитала компании.

2. Определяется требуемая акционерами от компании норма доходности, исходя из предположения, что компания на 100% финансируется за счет собственных средств.

$\mathbf{K_u = R_{fr} + B_u * R_{pr}}$, где

K_u – ставка дисконтирования, отражающая риск денежных потоков при условии отсутствия заемного финансирования;

R_f – безрисковая ставка доходности;

B_u – коэффициент Beta компании в условиях финансирования ее деятельности только за счет собственных средств. B_u, как было описано выше, определяется на основе данных фондового рынка о значениях B_l котируемых отраслевых компаний-аналогов и их структуре капитала по формуле - $B_u = B_l /(1+Wd/We *(1-T))$;

R_{pr} – среднерыночная премия за риск инвестирования средств в акции.

3. Полученные денежные потоки дисконтируются по соответствующей ставке (K_u). Таким образом, получается гипотетическая стоимость в предположении, что компания на 100% финансируется за счет собственных средств.

$\mathbf{EV_u = PV\ (FCF, K_u)}$, где

EV_u – гипотетическая стоимость компании в предположении, что компания на 100% финансируется за счет собственных средств;

PV – текущая стоимость денежных потоков.

4. Далее рассчитывается стоимостной эффект финансовой деятельности компании. Суммируются денежные потоки, связанные с финансовой

деятельностью (выпуск и погашение займов, выплата процентов), а также часть операционного денежного потока, связанная с налоговым щитом.

$FinCF = D_i - D_r + I – TS$, где

FinCF – денежный поток, связанный с финансовой деятельностью компании;

D_i – выпуск новых займов (банковские кредиты, облигации, векселя и т.п. инструменты заемного финансирования);

D_r – погашение займов;

I – проценты за пользование заемными средствами;

TS – экономия налога на прибыль за счет возможности включать проценты по заемным средствам в расходы для целей исчисления налога на прибыль.

5. Денежные потоки, связанные с финансовой деятельностью, дисконтируются по ставке, отражающей средневзвешенный риск кредиторов компании[60]. Таким образом, рассчитывается текущая стоимость денежных потоков, связанных с финансовой деятельностью компании.

$D' = PV (D_i - D_r + I – TS, K_d)$, где

D' – стоимость долга компании применительно к ее операционным денежным потокам (инвестиционная стоимость долга[61]).

K_d – средняя ставка привлечения компанией заемных средств (средневзвешенная ставка между ставкой по банковским кредитам компании, доходностью к погашению облигаций, векселей и др. заемных инструментов).

6. Вычитание из стоимости компании текущей стоимости денежных потоков, связанных с финансовой деятельностью, даст стоимость акционерного капитала:

$Equity = EV_u – D'$, где

Equity – стоимость акционерного капитала компании.

Таким образом, применение описанной выше модели позволяет учесть влияние меняющейся структуры капитала на стоимость компании, что особенно актуально для сделок слияний и приобретений. Вместе с тем сама

---

[60] Существует точка зрения о том, что денежным потокам, связанным с налоговым щитом, соответствует риск деятельности компании в целом (Ku), а не риск кредиторов компании. Сторонникам данной точки зрения следует выделять денежные потоки, связанные с налоговым щитом и дисконтировать их отдельно.

[61] В данном случае рыночная стоимость долга компании уменьшена на стоимость эффекта налогового щита (VTS) данной компании.

проблема достижения оптимальной структуры капитала компании, названная Брейли и Майерсом до сих пор не разрешенной финансовой наукой задачей, по-прежнему остается таковой. Уровень заемных средств в предложенной модели – заданная величина, которая может определяться как определенная доля в финансировании отрицательных денежных потоков в результате инвестиционной и операционной деятельности. При этом в расчет можно принимать планы по распределению прибыли в виде дивидендов, эмиссии новых акций и др. допущения.

В случае существенного изменения уровня задолженности компании в прогнозах данную модель можно усложнить добавлением условия о взаимосвязи между ставкой привлечения заемных источников и величиной активов компании. Данное условие соответствует реальной хозяйственной практике, когда стоимость заемного финансирования напрямую зависит от величины залога, на который можно обратить взыскание в случае дефолта заемщика.

В связи с распространенностью в последнее время таких сделок, как выкуп публичной компании с использованием долгового финансирования (Levereged Buyout), является целесообразным проанализировать особенности оценки стоимости бизнеса в рамках данных сделок.

Обычно LBO характеризует сделки по поглощению публичных компаний, в результате которых акции таких компаний уводятся с рынка, и компании перестают быть публичными. Доля заемного финансирования при проведении таких сделок составляет, как правило, 60%-90%[62] от стоимости приобретаемой компании. Термин LBO также может быть справедлив по отношению к выкупам частных компаний, однако такие сделки не столь распространены на практике по причинам, которые будут рассмотрены ниже.

Целью LBO является выкуп недооцененной рынком публичной компании с использованием значительного финансового рычага и дальнейшая реструктуризация компании с целью повышения ее рыночной

[62] По опросам российских и зарубежных инвестиционных банкиров.

стоимости, часто сопровождаемая продажей отдельных активов с целью погашения долгов. Т.е. основной мотив подобных сделок в соответствии с приведенной во второй главе классификацией – приобретение недооцененных активов, сопровождаемое использованием значительного финансового рычага, что увеличивает доходность для приобретающей компании.

Среди критериев выбора компании-мишени для сделки, структурированной с помощью LBO, можно выделить следующие:

- ✓ Недооценка компании рынком.
- ✓ Наличие у компании стабильных значительных операционных денежных потоков.
- ✓ Наличие у компании непрофильных активов/бизнесов, реализация которых позволит погасить часть задолженности.
- ✓ Отсутствие у компании масштабных инвестиционных проектов.
- ✓ Понятность оценки компании большинству участников рынка ценных бумаг.

Данные критерии позволяют группе, организовавшей LBO, получить высокую норму отдачи (недооценка компании рынком), и, в то же время, гарантировать кредиторам возврат предоставляемых средств (стабильные денежные потоки и активы, продажа которых позволит погасить часть задолженности без ущерба для основной деятельности компании).

При оценке компаний для целей LBO компания структурирует свое предложение следующим образом: определяется максимальный объем привлекаемых заемных средств, исходя из предварительно установленных коэффициентов долговой нагрузки (EV/EBITDA, Debt/EBITDA), затем определяется максимальный объем долевого финансирования поглощения, исходя из оценки стоимости компании либо планируемой нормы доходности (IRR).

Такой принцип структурирования, когда объем заемных средств известен заранее, позволяет успешно применить модель раздельного

дисконтирования составляющих денежного потока и рассчитать инвестиционную стоимость компании с учетом эффектов изменения структуры капитала, возникающих благодаря структуре финансирования сделки поглощения.

Выводы:

- В настоящее время среди экономистов, занимающихся проблемами корпоративных финансов, преобладает точка зрения о наличии взаимосвязи между структурой капитала компании и ее стоимостью. Это доказано как на теоретическом, так и на практическом уровнях.
- В результате сделок слияний и приобретений структура капитала участвующих в сделках компаний может существенным образом меняться. Таким образом, при оценке стоимости бизнеса для целей слияний и приобретений и анализе влияния сделок на стоимость необходимо учитывать изменение структуры капитала, являющееся следствием реализации сделки, как один из факторов изменения стоимости компании.
- Диссертантом было выявлено, что традиционным моделям дисконтирования денежных потоков (FCF и FCFE/ECF) свойственна проблема цикличности, выражающаяся во взаимной зависимости между стоимостью заемного и собственного капитала и ставкой дисконтирования, используемой для расчета – средневзвешенной стоимостью капитала (WACC) либо требуемой инвесторами нормой доходности на собственный капитал (Ke). Стоимость компании (стоимость собственного капитала либо стоимость инвестированного капитала как сумма собственного и заемного) является функцией денежного потока на собственный капитал (FCFE/ECF) либо денежного потока на инвестированный (FCF) и ставки дисконтирования WACC либо Ke, величина которых зависит от соотношения рыночной стоимости собственного и заемного капитала. Таким образом, изначальная ошибочная гипотеза относительно

соотношения между собственным и заемным капиталом (целевая структура капитала) может вести к ошибочной оценке стоимости. Проблема усугубляется при оценке компаний с меняющейся в течение прогнозного периода структурой капитала, что характерно для активно растущих компаний и особенно для компаний, формируемых за счет слияний и приобретений.

- На основе идеи показателя APV автором статьи была разработана модель раздельного дисконтирования составляющих денежного потока (**SDCF**), которую предлагается использовать для оценки стоимости компаний с меняющейся в течение прогнозного периода структурой капитала и решения проблемы цикличности при прогнозировании структуры капитала.
- Величина заемных средств в предлагаемой модели является заданной величиной, что соответствует реальной практике принятия инвестиционных решений, однако не дает ответа на вопрос об оптимальности структуры капитала.
- Предлагаемая модель особенно актуальна при оценке в рамках LBO, так как при подобных сделках величина заемных средств является заданной величиной, и, таким образом, прогнозирование денежных потоков от финансовой деятельности не представляет какой-либо проблемы.

3.3 Слияния и приобретения компаний со сложной структурой акционерного капитала.

Случай, при котором сделки слияний и приобретений происходят между компаниями, имеющими сложную структуру акционерного капитала[63], требует использования определенных методов при оценке. С точки зрения необходимости дополнительных исследований, помимо прогнозирования и дисконтирования будущих денежных потоков, следует выделить следующие ситуации:

1) приобретение отличного от 100% пакета акций компании со сложной структурой акционерного капитала, а также приобретение компании с полной или частичной оплатой акциями приобретающей компании, имеющей сложную структуру акционерного капитала;

2) слияние компаний (в т.ч. путем реорганизации) в случае, если хотя бы одна из участвующих в сделке компаний имеет сложную структуру акционерного капитала. При этом действующее законодательство предусматривает возможность конвертации/обмена акций в соответствии с двумя вариантами – конвертация/обмен привилегированных акций в привилегированные акции консолидированной компании, конвертация/обмен привилегированных акций в обыкновенные акции. Как было подробно описано во 2 главе, конвертация акций является следствием слияния путем реорганизации в форме слияния или присоединения, обмен – оферты акционеров/компании акционерам других компаний, участвующих в сделке.

Ситуация с приобретением компании предусматривает необходимость оценки конкретного пакета, что подразумевает переход от величины стоимости акционерного капитала компании (equity) к стоимости конкретного пакета акций. Как мы уже исследовали, стоимость пакета акций, размер которого может колебаться в пределах от одной до ста процентов акций, зависит от состава прав на активы и денежные потоки компании,

---

[63] Здесь и далее под сложной структурой акционерного капитала понимается наличие привилегированных акций одного или нескольких типов в структуре уставного капитала компании.

которые обеспечивает данный пакет. Определяющее значение при этом имеет не только размер пакета, но и тип акций, входящих в оцениваемый пакет. В ситуации наличия в структуре уставного капитала компании акций, обладающих разными правами, встает вопрос о необходимости распределения стоимости компании между разными типами акций.

Независимо от юридического структурирования сделки ситуация со слиянием в зависимости от целевой структуры акционерного капитала консолидированной компании предусматривает следующие варианты реализации сделки, определяющие процесс оценки:

1) Консолидированная компания должна иметь привилегированные акции, права которых соответствуют правам привилегированных акций компаний, участвующих в сделке. Это наиболее простой вариант реализации сделки, предполагающий конвертацию/обмен привилегированных акций участвующих в слиянии компании на привилегированные акции консолидированной компании. В случае, если права владельцев привилегированных акций участвующих в слиянии компаний соответствуют правам привилегированных акций консолидированной компании, права всех акционеров, участвующих в сделке, не могут быть ущемлены. Коэффициент конвертации/обмена привилегированных акций при этом равен коэффициенту конвертации/обмена обыкновенных акций. При отсутствии в соответствии с действующим законодательством официальной возможности относительной оценки как продукта работы оценщика это означает необходимость оценки обыкновенных и привилегированных акций в одинаковой абсолютной оценке. Например, рыночная стоимость акционерного капитала одной из компании, участвующей в сделке, составляет 100 руб., УК компании состоит из 75 обыкновенных и 25 привилегированных акций одинакового номинала. В описанных выше условиях реализация сделки возможна только в случае одинаковой абсолютной оценки рыночной стоимости привилегированных и обыкновенных акций в размере 100 / (75 + 25) = 1 руб.

2) Консолидированная компания должна иметь только обыкновенные акции в структуре своего капитала, при этом все или некоторые из компаний, участвующих в сделке, имеют сложную структуру акционерного капитала. В данном случае привилегированные акции участвующих в слиянии компаний конвертируются/обмениваются на обыкновенные акции консолидированной компании. Так как права акционеров участвующих в сделке компаний меняются в результате образования компании с отличной структурой акционерного капитала, коэффициент конвертации/обмена привилегированных акций отличается от соответствующего коэффициента для обыкновенных акций. В основе отличия коэффициентов лежит разная абсолютная рыночная стоимость привилегированных и обыкновенных акций.

3) Производной от описанных выше вариантов является ситуация, когда консолидированная компания имеет сложную структуру акционерного капитала, однако права владельцев акций компаний, участвующих в слиянии, либо права привилегированных акций консолидированной компании отличаются по своему объему и характеру. В данном случае, чтобы обеспечить справедливые финансовые условия для всех участников сделки, коэффициенты обмена/конвертации привилегированных акций компаний, участвующих в сделке, в привилегированные акции консолидированной компании могут отличаться от коэффициентов конвертации/обмена обыкновенных акций.

Анализ описанных выше ситуаций относительно реализации сделок слияний и приобретений компаниями со сложной структурой акционерного капитала показывает, что во всех случаях, кроме первого варианта, в ситуации слияния необходима оценка стоимости привилегированных акций (абсолютная для целей приобретения и абсолютная либо относительная[64] для целей слияния). Для дальнейших рассуждений необходимо обозначить подходы к оценке стоимости пакетов акций разных типов для компании со сложной структурой акционерного капитала.

---

[64] Относительно стоимости обыкновенных акций.

Акционерный капитал компании, величина которого является результатом оценки одним из подходов, представляет собой стоимость всех 100% акций компаний.

Equity = Common Equity + Preferred Equity, где

Equity – стоимость акционерного капитала;

Common Equity – стоимость обыкновенных акций;

Preferred Equity – стоимость привилегированных акций.

Соответственно, определение стоимости привилегированных акций необходимо не только для оценки стоимости пакета привилегированных акций, но и для оценки пакета обыкновенных акций.

В западной практике общепризнанным подходом к оценке привилегированных акций является метод дисконтированных дивидендных выплат. На западе дивиденды по привилегированным акциям в большинстве случаев определяются как процент от номинала акции, поэтому легко прогнозируемы. В этих условиях применение модели дисконтированных дивидендных выплат не представляется сложной задачей, и степень достоверности получаемого результата крайне высока.

В России привилегированные акции как один из инструментов финансового рынка серьезно отличаются по своей экономической сущности от привилегированных акций в западной практике. Сравнение прав и особенностей обращения привилегированных акций в РФ и США, страны с наиболее развитым финансовым рынком, представлено в таблице ниже:

Таблица 9. Сравнение прав владельцев привилегированных акций в России и США.

	Россия	США
Правоустанавливающие документы	▪ ФЗ «Об акционерных обществах» ▪ Устав компании	▪ Закон «О ценных бумагах» ▪ Проспект эмиссии
Дивиденд	▪ Определяется уставом как процент от чистой прибыли или номинальной стоимости (обычно как процент от чистой прибыли) ▪ Не ниже, чем дивиденд по обыкновенным акциям ▪ Дивиденды могут выплачиваться не только за счет чистой прибыли, но и за счет ранее созданных резервов	▪ Определяется при выпуске акций как фиксированный процент от номинальной стоимости или как фиксированная сумма[1]
Право голоса	▪ В случае невыплаты/неполной выплаты дивидендов по всем вопросам наравне с обыкновенными акциями ▪ По вопросам, связанным с ограничением прав владельцев привилегированных акций ▪ При реорганизации и ликвидации	▪ Не имеют[2] ▪ Владельцы привилегированных акций могут инициировать процедуру банкротства в случае невыплаты дивидендов в течение ряда периодов ▪ Имеют право голоса по ряду вопросов в случае банкротства компании (как особый класс акционеров)
Права при ликвидации / реорганизации	▪ Удовлетворяются перед правами владельцев обыкновенных акций ▪ Ликвидационная стоимость привилегированных акций указана в уставе ▪ Получение той же доли при реорганизации компании	▪ Удовлетворяются перед правами владельцев обыкновенных акций ▪ Ликвидационная стоимость определяется в соответствии с условиями выпуска

(1) Могут быть другие способы определения дивиденда

(2) Может выпускаться особый класс привилегированных акций, имеющих право голоса наравне с обыкновенными

Источник: www.preferredstockonline.com

Как видно из представленной таблицы, права владельцев привилегированных акций по отношению к компании-эмитенту существенно отличаются. Закрепление гарантированных дивидендов как процента от чистой прибыли общества и норма о невозможности превышения дивиденда по обыкновенной акции над дивидендом по привилегированной акции делают российские привилегированные акции уникальными финансовыми инструментами.

Особенности прав владельцев привилегированных акций в России - следствие приватизации российской экономики. В процессе приватизации привилегированные акции в основном доставались работникам приватизируемых предприятий, что преследовало цель обеспечить поддержку членов трудового коллектива при акционировании государственных компаний.

Построить достоверный прогноз потока дивидендов в таких условиях для подавляющего большинства российских компаний не представляется возможным. Чистая прибыль компании, влияющая на уровень дивидендных выплат по привилегированным акциям, отличается высокой волатильностью,

выплата дивидендов по привилегированным акциям может быть перенесена на неопределенный период времени в будущем.

В условиях невозможности оценить стоимость привилегированных акций методом дисконтированных дивидендных выплат для оценки стоимости конкретных пакетов акций компаний со сложной структурой капитала может использоваться метод распределения стоимости акционерного капитала между обыкновенными и привилегированными акциями.

Vc.=V/(Nc+ Np*k*n)*Nc[65];

Vp=V – Vc, где

V – стоимость акционерного капитала;

Vc – стоимость обыкновенных акций;

Vp – стоимость привилегированных акций;

Nc – количество обыкновенных акций в УК;

Np – количество привилегированных акций в УК;

k – соотношение стоимости 1 обыкновенной акции к стоимости 1 привилегированной акций при условии равенства номиналов привилегированных и обыкновенных акций;

n – отношение номинала привилегированной акции к номиналу обыкновенной акции.

В основе данного метода лежит выведение соотношения между стоимостью обыкновенной и привилегированной акции. При определении данного соотношения предлагается рассмотреть следующие подходы – исследование сделок с обыкновенными и привилегированными акциями одного эмитента, сравнительный анализ денежных потоков владельцев привилегированных и обыкновенных акций, а также анализ практики реструктуризации акционерного капитала отечественными компаниями, имевшими сложную структуру акционерного капитала.

Сравнительный анализ денежных потоков владельцев привилегированных и обыкновенных акций основывается на абстрактном применении метода дисконтированных денежных потоков по отношению к потенциальным денежным потокам, возникающим в результате владения

[65] В случае присутствия в УК компании нескольких типов привилегированных акций формула усложняется добавлением дополнительных слагаемых.

акциями компании. Стоимость любого доходоприносящего актива с точки зрения доходного подхода определяется по следующей общей формуле:

V = CF*(1+g)/(r-g)[66], где

V – стоимость актива;

CF – денежный поток, получаемый в результате владения данного актива;

g – темп роста денежного потока в будущем;

r – требуемая инвесторами норма доходности от данного актива.

Для дальнейших рассуждений проведем сравнительный анализ каждого из компонентов данной формулы применительно к обыкновенной и привилегированной акции.

В случае отсутствия у держателей обыкновенных акций возможности получать дополнительные денежные потоки, связанные с заключением нерыночных сделок в пользу аффилированных лиц, денежные потоки, распределяемые от компании к ее владельцам, могут формироваться за счет 3 основных источников – выплата дивидендов, получение дохода, связанного с ликвидацией компании, выкуп компанией собственных акций.

Согласно ФЗ «Об акционерных обществах» размер дивидендных выплат, выплачиваемых по одной привилегированной акции в течение экономической жизни компании, не может быть ниже дивидендных выплат по одной обыкновенной акции.

В случае невыплаты дивидендов сверх гарантированного уставом минимума вследствие инвестирования свободных средств в новые инвестиционные проекты владельцы привилегированных акций будут делить будущие выгоды от данных инвестпроектов наряду с владельцами обыкновенных акций.

Согласно уставам большинства компаний при распределении имущества ликвидируемого общества владельцы привилегированных и обыкновенных акций получают одинаковый доход на 1 акцию. В ряде случаев владельцы привилегированных акций также дополнительно получают номинальную

---

[66] Формула приведена для стабильного темпа роста денежного потока в будущем. В остальных случаях формула усложняется.

стоимость своих акций. При этом права владельцев привилегированных акций удовлетворяются раньше прав владельцев обыкновенных акций.

Единственным законным с точки зрения российского корпоративного законодательства случаем возможного превышения денежного потока от обыкновенной акции над денежным потоком от привилегированной акции является выкуп компанией собственных обыкновенных акций у акционеров. Данная процедура сложна технически, при этом объем выкупаемых акций ограничен рядом требований акционерного законодательства, в т.ч. и нормой о том, что доля привилегированных акций в УК ограничена 25%.

Таким образом, денежный поток по одной обыкновенной акции, а также темпы роста данного денежного потока в будущем не могут быть выше аналогичных показателей по одной привилегированной акции.

Что касается ставки дисконтирования, то риски владельцев обыкновенных акций не могут быть ниже рисков владельцев привилегированных акций, дивидендный доход которых гарантирован в большей степени. Следовательно, требуемая норма доходности по привилегированным акциям не может быть выше соответствующей нормы по обыкновенным акциям.

Так как:

- денежный поток, приходящийся на 1 привилегированную акцию, не может быть ниже денежного потока, приходящегося на 1 обыкновенную,
- темп роста денежного потока для владельцев обыкновенных акций в будущем не может превышать темп роста для владельцев привилегированных акций,
- требуемая инвесторами доходность по привилегированным акциям не может быть выше нормы доходности по обыкновенным акциям,

стоимость 1 привилегированной акции не может быть меньше, чем стоимость 1 обыкновенной акции. Еще раз отметим, что данное утверждение справедливо лишь в том случае, если компания соблюдает нормы

корпоративного права и не совершает незаконных нерыночных сделок к выгоде лиц, аффилированных с контролирующими акционерами.

Исследование сделок с обыкновенными и привилегированными акциями на российском фондовом рынке, результаты которого приведены в приложении 7, показывает, что средний дисконт по акциям компаний, входящих в индекс РТС, составляет 25%.

Дисконт цен привилегированных акций по отношению к обыкновенным объясняется возможностью владельцев обыкновенных акций влиять на управленческие решения компании. Данные управленческие решения могут, в том числе, и способствовать перераспределению денежных потоков от владельцев обыкновенных акций к владельцам привилегированных акций в случае нарушения норм корпоративного законодательства. При этом степень публичности компании, очевидно, влияет на размер данного дисконта – чем выше степень публичности компании, чем больше у нее миноритарных акционеров, тем меньший уровень дисконта для нее характерен. Доказательство данного тезиса в рамках данной работы приводиться не будет.

Обзор практики конвертации привилегированных акций показал, что компании, осуществившие подобную конвертацию, предлагали своим акционерам коэффициент 1:1. Подобная практика была применена следующими компаниями – Лукойл, Норильский никель, Уралкалий, Магнитогорский металлургический комбинат, Силовые машины, Южноуральская ГРЭС (данная сделка проводилась в ходе формирования ОГК-3 путем оферты на обмен акций акционеров Южноуральской ГРЭС на собственные акции ОГК-3. При этом коэффициенты обмена обыкновенных и привилегированных акций Южноуральской ГРЭС на обыкновенные акции ОГК-3 были одинаковыми).

Определенный интерес для целей исследования соотношения цен привилегированных и обыкновенных акций представляет ситуация с акциями компании ОАО «НК Лукойл». Весной 2001 года компания Лукойл объявила

о конвертации привилегированных акций в обыкновенные. Необходимость конвертации привилегированных акций была обусловлена тем, что на держателей акций, составлявших 9% уставного капитала компании, приходилось более 50% всей суммы дивидендов, выплачиваемых компанией (дивидендная доходность в год конвертации составила 18.5%).

На графике, приведенном в Приложении 8 , видно, что в отдельные периоды времени стоимость привилегированных акций превышала стоимость обыкновенных акций. Возможное объяснение данного факта – в цену привилегированных акций были заложены ожидания более высоких, по сравнению с обыкновенными акциями, дивидендов и скорой конвертации по коэффициенту 1:1.

Отдельного внимания заслуживает анализ утверждения о том, что любой пакет привилегированных акций не может содержать премию за контроль. Соответственно, стоимость привилегированных акций по определению содержит в себе некий дисконт по сравнению со стоимостью обыкновенных акций. Доказательством ошибочности данного мнения является ситуация с контролем над ОАО «Курганэнерго».

Курганэнерго входит в состав холдинга РАО ЕЭС России. В структуре акционерного капитала имеются привилегированные акции – 9,0% УК. Доля РАО ЕЭС – 49% УК. Все акции, принадлежащие РАО ЕЭС – обыкновенные. Таким образом, энергетический холдинг контролирует более 53,8% обыкновенных акций Курганэнерго. Так как в один из периодов дивиденды по привилегированным акциям в силу неудовлетворительных финансовых результатов компании выплачены не были, привилегированные акции автоматически получили право голоса по всем вопросам общего собрания акционеров. После этого одна из групп акционеров завершила консолидацию в своих руках всех привилегированных акции и оставшихся обыкновенных (более 42%). На общих собраниях данная группа акционеров блокирует решения по выплате дивидендов и, таким образом, привилегированные акции

продолжают оставаться голосующими, что позволяет контролировать компанию бесконечно долгий период времени.

Выводы:

- При сделках слияний и приобретений, в которых участвуют компании со сложной структурой капитала, одним из технических моментов реализации сделки является судьба привилегированных акций. В большинстве вариантов структурирования сделки необходима оценка таких акций. В силу особенностей прав большинства российских привилегированных акций существующие в мировой практике традиционные подходы к их оценке неприменимы. Эта проблема особенно актуальна для компаний электроэнергетики, некоторых операторов фиксированной связи, большинства нефтяных компаний, прочих компаний, образованных в результате приватизации в начале 90-х гг.
- Для решения данной проблемы необходимо определить справедливое соотношение стоимостей 1 обыкновенной и 1 привилегированной акции.
- Анализ данных фондового рынка свидетельствует о наличии 25% дисконта цены привилегированной акции к цене обыкновенной.
- Анализ денежных потоков, распределяемых между владельцами обыкновенных и привилегированных акций, показывает, что в случае соблюдения компаниями норм корпоративного законодательства стоимость привилегированной акции не может быть меньше стоимости обыкновенной акции.
- Исследование прецедентов конвертации привилегированных акций в обыкновенные доказывает справедливость соотношения стоимостей 1:1.
- Таким образом, справедливое соотношение стоимостей привилегированной и обыкновенной акций находится в диапазоне 0,75 – 1. На указанное соотношение влияют – практика соблюдения

компанией норм корпоративного права, степень публичности компании, отдельные положения устава компании.

Заключение

В рамках исследования сделок слияний и приобретений и анализа особенностей оценки стоимости бизнеса в данных сделках были получены следующие выводы и решены следующие задачи:

1. Классифицированы сделки слияний и приобретений компаний, проанализированы возможные схемы структурирования сделок и их особенности в рамках российского правового поля.
2. Проведено статистическое исследование сделок слияний и приобретений в СНГ, проанализированы основные тенденции развития рынка.
3. Проанализированы и классифицированы источники создания стоимости в сделках слияний и приобретений. Показаны механизмы распределения стоимости между участниками сделок слияний и приобретений.
4. Определены виды стоимости, используемые при оценке для целей слияний и приобретений. Показана взаимосвязь между видами стоимости в рамках сделок слияний и приобретений. Проанализирована взаимосвязь между понятиями рыночная стоимость компании и ее рыночная капитализация.
5. Введено понятие относительной стоимости, показана необходимость использования данного вида стоимости при сделках слияний и приобретений. Проанализированы подходы к определению относительной стоимости (на примере электроэнергетических компаний).
6. Проанализировано влияние юридической формы структурирования сделки слияния/приобретения на ее стоимостной эффект. В рамках действующих нормативно-правовых актов дан анализ возможных негативных налоговых и других последствий для хозяйственной деятельности компании в результате различных вариантов структурирования сделки. Проанализировано возможное влияние

выбранного варианта на стоимость бизнеса. В частности, в рамках структурирования сделок слияний путем реорганизации в форме слияния или присоединения, исследовано: 1) влияние риска возможного досрочного предъявления требований кредиторов на стоимость компании; 2) возможность перераспределения стоимости между акционерами реорганизуемых компаний путем выплаты дивидендов после одобрения финансовых условий сделки, влияние данной возможности на стоимость, пути минимизации рисков, связанных с такой возможностью; 3) возникновение бухгалтерских непокрытых убытков при реализации сделок, влияние таких убытков на деятельность компании, пути минимизации рисков и негативных последствий, связанных с этим; подходы к определению влияния данных последствий на стоимость компании.

7. Доказана возможность совершения ошибки при расчете стоимости компании при использовании традиционных методов дисконтирования денежных потоков – метода дисконтирования денежных потоков на инвестированный капитал и метода дисконтирования денежных потоков на собственный капитал. Показано наличие циклической зависимости между предположением о структуре капитала оцениваемой компании и ее стоимостью.
8. На основе идеи расчета показателя скорректированной чистой приведенной стоимости С. Майерса (Adjusted Present Value - APV) предложена модель раздельного дисконтирования составляющих денежного потока в качестве основного метода дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости бизнеса при слияниях и приобретениях. В качестве составляющих денежного потока предложено выделять сумму операционного и инвестиционного денежных потоков с учетом корректировки на эффект налогового щита и финансовый денежный поток с учетом эффекта налогового щита. Доказано, что данный метод позволяет избежать проблемы

цикличности при расчетах стоимости компании. Показана целесообразность использования метода при оценке стоимости компаний в рамках слияний и приобретений.

9. Рассмотрены особенности оценки в рамках сделок приобретений публичных компаний, финансируемых с помощью долгового финансирования (LBO).
10. С помощью методов математической статистики доказано наличие устойчивой связи между величиной капитализации компании и требуемой инвесторами нормой доходности. Описанная регрессионная зависимость позволяет определять премию за размер компании при расчете ставки дисконтирования.
11. Исследована природа премии за контроль пакета акций. Показана взаимосвязь между: 1) премией за контроль и ассиметричным распределением стоимости компании между ее акционерами (внутренние факторы); и 2) премией за контроль и возможностью реализации синергии контролирующим акционером (внешние факторы премии за контроль). Проанализированы подходы к определению премии за контроль.
12. Предложены варианты решения проблемы оценки привилегированных акций, возникающей при реализации сделок слияний и приобретений между компаниями со сложной структурой акционерного капитала. Выявлены особенности российских привилегированных акций и их влияние на стоимость. Доказана необходимость использования метода распределения стоимости между обыкновенными и привилегированными акциями при оценке российских привилегированных акций. Предложены и исследованы 3 подхода к определению соотношения между стоимостью привилегированных и обыкновенных акций: анализ биржевых сделок; исследование практики конвертации привилегированных акций в обыкновенные; анализ

возможных денежных потоков и рисков владельцев привилегированных и обыкновенных акций.

Диссертант предлагает использовать полученные выводы при теоретическом изучении слияний и приобретений как одного из элементов рынка корпоративного контроля, а также в рамках проведения оценочных работ и анализа эффективности сделок слияний и приобретений на практике.

Результаты могут быть использованы в практике работы специалистов, занимающихся консультированием и реализацией сделок слияний и приобретений – инвестиционных банкиров, оценщиков, финансовых консультантов, финансовых менеджеров и др. бизнес-специалистов. Результаты исследования также могут быть полезны при изучении учебных курсов - “ Оценка компании при слиянии и поглощении”, “Оценка бизнеса”, “Оценка ценных бумаг” и “Корпоративные финансы”.

Список использованной литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая): Федеральный Закон РФ от 30 ноября 1994 г. N 51-ФЗ.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая): Федеральный Закон РФ от 26 января 1996 г. N 14-ФЗ.
3. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая): Федеральный закон РФ от 05 августа 2000 г. №117-ФЗ.
4. Об акционерных обществах: Федеральный Закон РФ от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ.
5. Об обществах с ограниченной ответственностью: Федеральный Закон РФ от 8 февраля 1998 г. N 14-ФЗ.
6. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный Закон РФ от 29 июля 1998 г. N 135-ФЗ.
7. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Федеральный Закон РФ от 5 марта 1999 г. N 46-ФЗ.
8. О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках: Федеральный Закон РФ от 22 марта 1991 г. N 948-1.
9. О рынке ценных бумаг: Федеральный Закон РФ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ.
10. Постановление Правительства РФ №519 «Об утверждении стандартов оценки» от 06.07.2001.
11. Приказ Минфина РФ №44н «Об утверждении методических указаний по формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организаций» от 20.05.2003.
12. Авхачев Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: Новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство: Монография. – М.: Научная книга, 2005. – 120 с.

13. Аистова М.Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям. - М.: Альпина, 2002.
14. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда / Под ред. Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. - М.: Олимп-Бизнес, 2000. - 694с.
15. Белых Л.П., Федотова М.А. Реструктуризация предприятия: Учебное пособие для вузов. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
16. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997.
17. Гвардин С.В., Чекун И.Н. Финансирование слияний и поглощений в России. – М.: Бином, 2006. – 195 с.
18. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. - М.: Финансы и статистика, 1999. -510с.
19. Дж. Ван Хорн. Основы управления финансами. Перевод с английского. – М.: Финансы и статистика, 1996.
20. Зв.Боди, Р.Мертон. Финансы. Перевод с английского. – Киев: Вильямс, 2001.
21. Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса. - СПб.: Питер, 2001
22. Иванов Ю. Слияния, поглощения и разделение компаний. - М.: Альпина, 2001.
23. История экономических учений. Худокомов А.Г., ред. - М.: Инфра-М, 2004.
24. Канина Н.Ю. Слияния и поглощения в конкурентной борьбе международных компаний: Монография., - М.: Проспект, 2005. – 150 с.
25. Кемпбелл Э., Саммерс К.Л. Стратегический синергизм. - СПб.: Питер, 2004. – 416 с.
26. Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд./ Перевод с английского – М.: Олимп-Бизнес, 2000ю - 576с.

27. Ли Ченг Ф., Финнерти Дж.И. Финансы корпораций: Теория, методы и практика: Учебник для вузов: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 2000. - 686с.
28. Маршалл А. Принципы экономической науки. Перевод с английского - М.: Прогресс, 1993.
29. А. Молотников. Слияния и поглощения. Российский опыт. – М.: Вершина, 2005. – 344 с.
30. Пратт Ш.П. Оценка бизнеса: Пер. с англ. - М.: Институт экономического развития Всемирного Банка, 1994, 300с.
31. Радыгин А.Д, Энтов Р.М., Шмелева Н.А.. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе //Научные труды 43. – М.: ИЭПП, 2002.
32. Росс С, Вестрефилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
33. Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика, 2000.
34. Сорос Д. Алхимия финансов. - М.: Инфра-М, 1996.- 415с.
35. Тазихина Т.В. Оценка кредитно-финансовых институтов, М.: ФА, 1999
36. Тимоти Дж. Галпин, Марк Хэндон. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний. – Киев: Вильямс, 2005. – 240 с.
37. Феррис К., Пешеро Б. Оценка стоимости компанию как избежать ошибок при приобретении. – Киев: Вильямс, 2003. – 255 с.
38. Финансово-Кредитный Словарь / Под ред. Грязнова А.Г. -М., Финансы и статистика, 2002. – 1168 с.
39. Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. – М. – Альпина Паблишер, 2004 - 332 с.
40. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. - М.: Олимп-Бизнес, 1999.- 279с.

41. Андреева Т. Организационные аспекты слияний и поглощений: западный опыт и российские реалии // Экономические стратегии, 2001, № 5–6.
42. Беленькая О. Анализ корпоративных слияний и поглощений // Управление компанией, 2001, № 2
43. Бендукидзе К. Вертикальная интеграция работает только на несовершенных рынках // Эксперт, 2001, № 1–2. С. 32–33.
44. Владимирова И. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом, 1999, № 1.
45. Волчков А.Б.. Оцениваем сделки // Управление компанией. 2004. Т. 38. № 7. С. 30-33.
46. Гаврилов А.Н. Оценка предприятия, планирующего дополнительную эмиссию акций // Вопросы оценки №1, 2003. стр.28-стр.29.
47. Дубинчин А. Секъюритизация «по-русски»: налоговые аспекты // Слияния и поглощения, 2006, №3(37)
48. Система стоимостных координат // Секрет фирмы. 2003, №6
49. Ивашковская И.В. Слияния и поглощения: ловушка роста // Управление компанией. 2004. Т. 38. № 7.
50. Ивашковская И.В. Управляемая стоимость // Секрет фирмы. 2003, №4
51. Ляпина С. Слияния и поглощения – признак развитой рыночной экономики // Рынок ценных бумаг, 1998, № 8. С. 17–20.
52. Осипенко О. Новые правила поглощения: институциональный прорыв или устав донкихотствующих инвесторов? // Слияния и поглощения, 2006, №3(37)
53. Полуэктов А.А.. Варианты реорганизации акционерных обществ // Управление компанией. 2004. Т. 38. № 7. С. 34-38.
54. Синогейкина Е.Г. Классификация пакетов акций и анализ их влияния на стоимость // Вопросы оценки, 2002, №4
55. Ткачук А.Ю. Оценка бизнеса как начальный этап в реструктуризации предприятия // Вопросы оценки №1, 2001. стр.10-стр.12.
56. Цховребов М. LBO по-русски. // Слияния и поглощения, 2006, №3(37)

57. Benninga Simon Z. and Oded H. Sarig. Corporate Finance. A Valuation Approach, McGraw-Hill, 1997.
58. Brealey R.A. and S.C. Myers. Principles of Corporate Finance, New York, McGraw–Hill, sixth edition, 2000.
59. Brealey Richard A., Stewart C. Myers and Alan J. Marcus. Fundamentals of Corporate Finance, McGraw-Hill, 1995.
60. Brigham E. and Gapinski L. Intermediate Financial Management. Chicago, Dryden Press, third edition, 1990.
61. CFA Courses of Study. Schweser Institute, Thomson Prometric, 2005.
62. Copeland T. E., T. Koller and J. Murrin. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Third edition, New York, 2000.
63. Damodaran A. Damodaran on Valuation, New York, John Wiley and Sons, 1994.
64. Damodaran Aswath. Investment Valuation, John Wiley and Sons, New York, 1996.
65. Fernandez Pablo. Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, San Diego, CA., 2002.
66. Finnerty J. D. Corporate Financial Analysis. New York: McGraw-Hill, 1986.
67. Gallagher, Timothy J. and Joseph D. Andrew, Jr., Financial Management 2nd ed., Prentice Hall, 2000.
68. Gaughan P. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, New York, NY, John Wiley & Sons, 2002.
69. Rapport A. Creating Shareholder value. Free Press, 1998.
70. Reed S. and A. Lajoux. The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide, New York, McGraw-Hill, 1999.
71. Stiglitz J.E. Globalization and Its Discontents, New York, W.W. Norton, 2002.
72. Van Horne J.C. Financial Management and Policy, 11th Ed., Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1998.

73. Arditti F. D. and H. Levy, The Weighted Average Cost of Capital as a Cutoff Rate: A Critical Examination of the Classical Textbook Weighted Average // Financial Management, 1977(Fall), pp. 24–34.
74. Asquith P., R. Bruner, and D. Mullins Jr. The Gains to Bidding Firms from Merger // Journal of Financial Economics 11, 1983, pp. 121-139.
75. Bethel J. and S. Gillan, The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting // Financial Management 31, 2002, pp. 29-54.
76. Fama E.F. Agency Problems and the Theory of the Firm // The Journal of Political Economy, Vol. 88, 1980, pp.288-307.
77. Fama E.F. and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics, 1983, June, pp. 301-325.
78. Fernandez Pablo. The Value of Tax Shields is NOT Equal to the Present Value of Tax Shields // Journal of Financial Economics, 2004 July, Vol. 73/1 pp. 145-165.
79. Gillan S. and L. Starks. Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors // Journal of Financial Economics 57, 2000, pp. 427-445.
80. Gordon L. and J. Pound. Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals // Journal of Finance 48, 1993, pp. 697-718.
81. Hamada Robert S. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stock // Journal of Finance, Vol. 27, 1972 May, pp. 435-452.
82. Hannan T.H., Wolken J.D. Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process // Journal of Financial Services Research. - 1989. - № 3. - P. 5-16.
83. Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions // Journal of Finance 54, 1999.

84. Harris R.S. and J.J. Pringle. Risk–Adjusted Discount Rates Extensions form the Average–Risk Case // Journal of Financial Research, 1985 (Fall), pp. 237–244.
85. Jarrell G. A., J.A. Brickley, and J.M. Netter. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980 // Journal of Economic Perspectives 2, 1988, pp. 49-68.
86. Jensen M. and R. Ruback. The Market for Corporate Control // Journal of Financial Economics 11, 1983, pp. 5-50.
87. Jensen M. Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review 76, 1986, pp. 323-329.
88. Kaplan S. and R. Ruback. The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis // Journal of Finance, Vol 50 No 4, September 1995.
89. Lang L., R. Stulz, and R. Walkling, A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns // Journal of Financial Economics 29, 1991, pp. 315-335.
90. Lewellen W.G. and D.R. Emery. Corporate Debt Management and the Value of the Firm // Journal of Financial Quantitative Analysis (December), 1986, pp. 415–426.
91. Luehrman Timothy A. What's Worth: A General Manager's Guide to Valuation, and Using APV: A Better Tool for Valuing Operations // Harvard Business Review, 1997 (May–June), pp. 132–154.
92. Maquieira C., W. Megginson, and L. Nail, Wealth Creation Versus Wealth Redistributions in Pure Stock-For-Stock Mergers // Journal of Financial Economics 48, 1998, pp. 3-33.
93. Miles J.A. and J.R. Ezzell. The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification // Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1980 (September), pp. 719–730.
94. Miles J.A. and J.R. Ezzell. Reformulating Tax Shield Valuation: A Note // Journal of Finance, Vol. 5 1985, (December), pp. 1485–1492.

95. Modigliani F. and M. Miller. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review, 1963 (June), pp. 433–443.
96. Modigliani F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review 48, 1958, pp. 261–297.
97. Moeller S., F. Schlingermann and R. Stulz. Firm Size and the Gains from Acquisitions // Journal of Financial Economics, 2003.
98. Mohanty Pitabas. A Practical Approach to Solving the Circularity Problem in Estimating the Cost of Capital // Social Science Research Network, http://ssrn.com/abstract=413240.
99. Morck R., A. Shleifer and R. Vishny. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? // Journal of Finance 45, 1990, pp. 31-48.
100. Morck R., Schleifer A. and Vishney R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis // Journal of Financial Economics, № 20, 1988, pp. 293-315.
101. Morgan A. and A. Poulsen. Linking Pay to Performance. Compensation Proposals in the S&P 500 // Journal of Financial Economics 62, 2001, pp. 489-523.
102. Myers S.C. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting // Journal of Finance, 1974 (March), pp. 1–25
103. Pinkowitz L., Monitoring by Transient Investors? Institutions and Corporate Control // Georgetown University Working Paper, 2003,.
104. Pound J. Proxy Voting and the SEC: Investor Protection Versus Market Efficiency // Journal of Financial Economics 29, 1991, pp. 241-285.
105. Rhoades S.A. Efficiency Effects of Horizontal Mergers // Journal of Banking and Finance, 1993, Vol. 17, pp. 411-422.
106. Roll Richard. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business 59, 1986, pp. 197-216.
107. Ruback Richard S. A Note on Capital Cash Flow Valuation // Harvard Business School, 1995.

108. Sullivan Michael J., Johnson Marlin R.H. and Hudson Carl D. The role of Medium of Exchange in Mergers Offers: Examination of Terminated Merger Proposals. // Financial Management, 1994 (Autumn).

109. Taggart Jr., Robert A. Consistent Valuation Cost of Capital Expressions with Corporate and Personal Taxes // Financial Management, 1991 (Autumn), pp. 8-20.

110. Taggart R.A. Jr. Consistent Valuation and Cost of Capital. Expressions With Corporate and Personal Taxes // Financial Management (Autumn), 1991, pp. 8–20.

111. Tham Joseph and Vélez-Pareja Ignacio. An Embarrassment of Riches: Winning Ways to Value with the WACC // Social Science Research Network, http://ssrn.com/abstract=352180, 2002.

112. Tham Joseph and Vélez-Pareja Ignacio. For Finite Cash Flows, what is the Correct Formula for the Return to Leveraged Equity? // http://ssrn.com/abstract=545122, 2004.

113. Tham Joseph. Present Value of the Tax Shield in Project Appraisal // Social Science Research Network, http://ssrn.com/abstract=203868, 1999.

114. Tham Joseph. Practical Equity Valuation: A Simple Approach // Social Science Research Network, http://ssrn.com/abstract=233825, June 2000.

115. Tham Joseph and Ignacio Vélez–Pareja. The correct discount rate for the tax shield: the N–period case // Social Science Research Network, http://ssrn.com/abstract=235455, 2001.

116. Travlos, N., 1987, Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms, Stock Returns //Journal of Finance 42, 943-963.

Приложения

Приложение 1.

Использование стоимостных показателей на практике – Группа «DOMO».

ПЛАНИРУЕМЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГРУППЫ «DOMO»

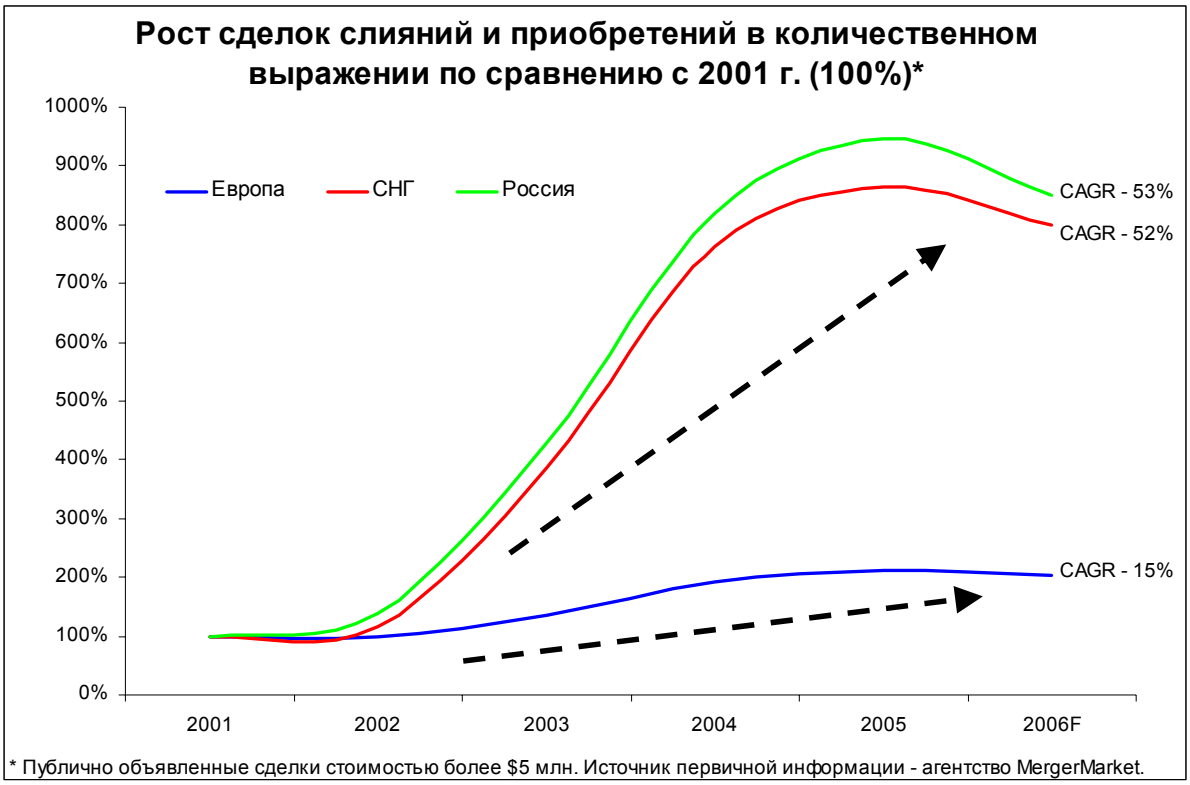
Иерархия ключевых показателей (по розничному направлению «Бытовая электроника») с привязкой к стратегическим целям Группы «DOMO» представлена в Таблице 2.

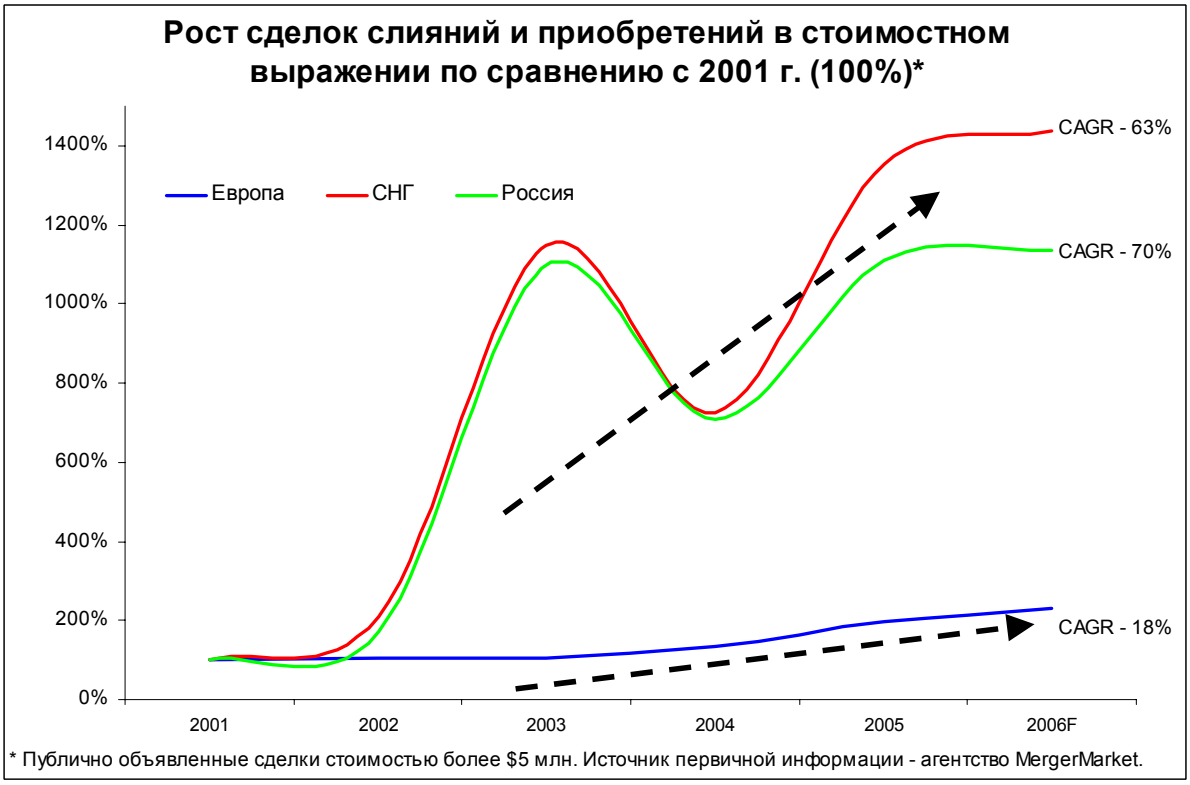
Таблица 2

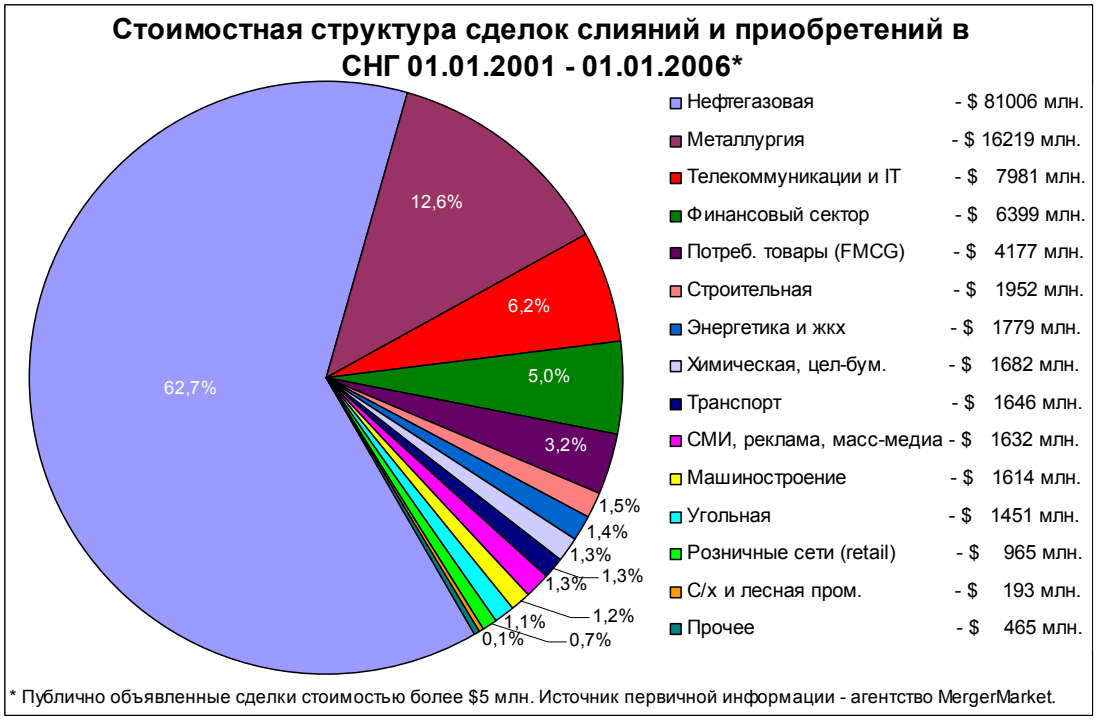
Стратегическая цель	Ключевой показатель	Целевое значение показателя на:		
		2006	2007	2008
1. Рост стоимости бизнеса				
Максимизация долгосрочной стоимости бизнеса	Экономическая добавленная стоимость (EVA)	Не ниже 0,0 за 1 п/г 2006; 20,0 млн. руб. за 2 п/г 2006	50 млн. руб.	100 млн. руб.
Максимизация операционной прибыли	Прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT)	120 млн. руб.	180 млн. руб.	260 млн. руб.
Всемерное снижение цены инвестированного капитала	Средневзвешенная стоимость инвестированного капитала (WACC)	15%	14%	13%
2. Повышение инвестиционной привлекательности				
Повышение рентабельности инвестированного капитала	Рентабельность инвестированного капитала (ROIC)	17%	18%	20%
3. Рост бизнеса				
Количественный рост сети	Количество магазинов (собств./ франч.)	56 (+16) (44/12)	73 (+17) (51/22)	90 (+17) (58/32)
	Количество регионов присутствия	17 (+9) +Кировская обл.; +Удмуртия; +Мордовия; +Пензенская обл.; +Саратов. обл.; +Владимир. обл.; +Ивановская обл.; +Костромская обл.; + Ярослав. обл.	26 (+9) +Оренбург. обл.; +Волгоград. обл.; +Астрахан. обл.; +Вологод. обл.; +Калужская обл.; +Тверская обл.; +Тульская обл.; +Орловская обл.; +Липецкая обл.	35 (+9) +Ростов. обл.; +Ставроп. край; +Воронеж. обл.; +Курганск. обл.; +Курская обл.; +Новгород. обл.; +Псковск. обл.; +Тамбов. обл.; +Смоленск. обл.
	Совокупная торговая площадь (на конец периода)	45 тыс. $м^2$	59 тыс. $м^2$	73 тыс. $м^2$
	Среднесписочная численность работников магазинов (на конец периода)	1 910 чел.	2 510 чел.	3 100 чел.
Рост доли рынка	Доля рынка в регионах присутствия	18%	20%	22%

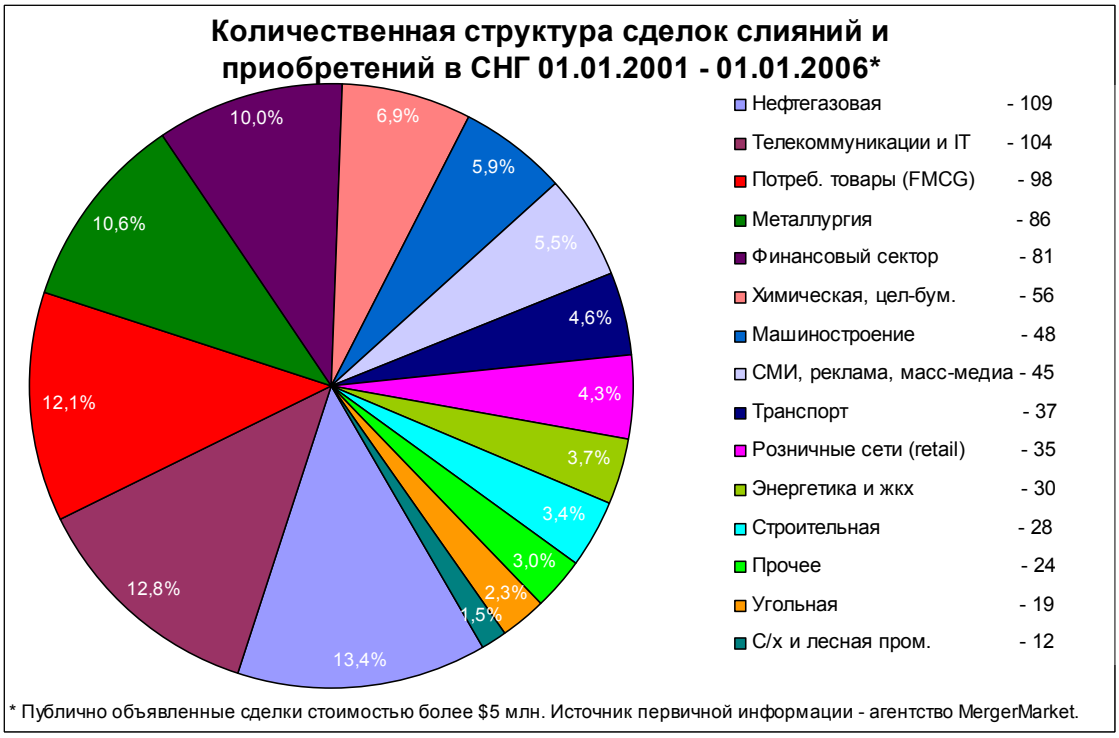
Приложение 2.

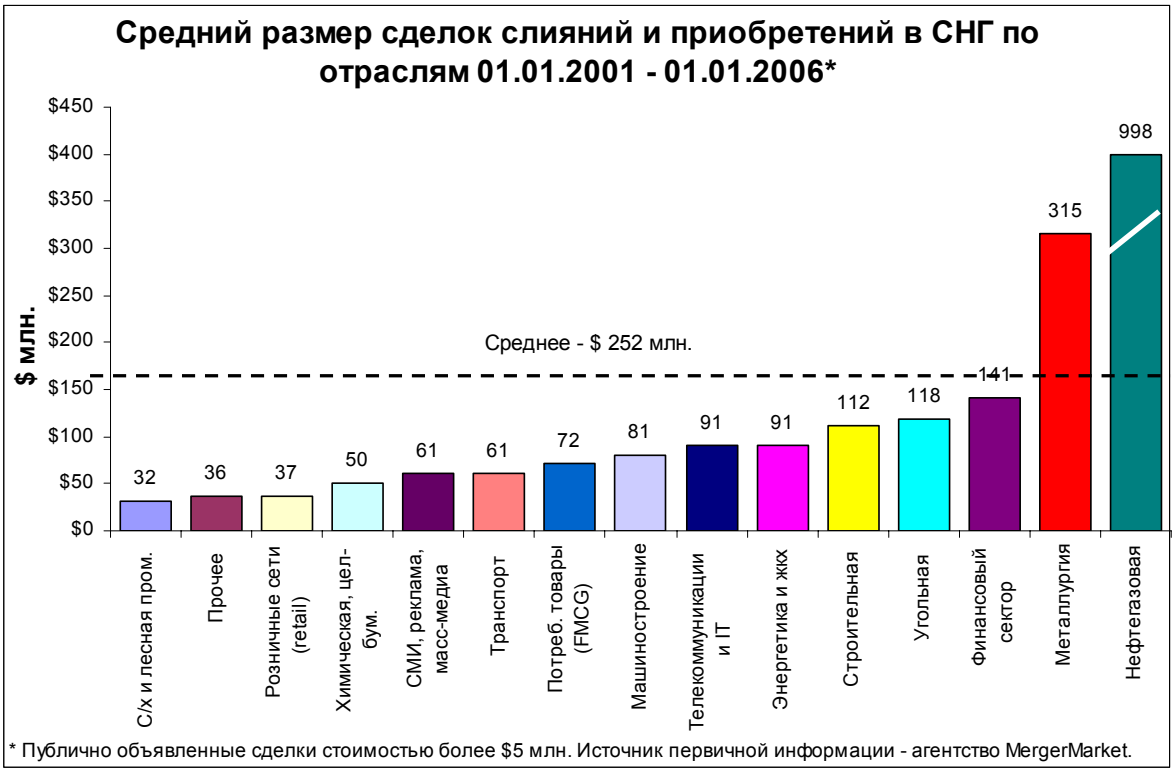
Анализ рынка слияний и приобретений России и СНГ – 2001 – 2006 гг.

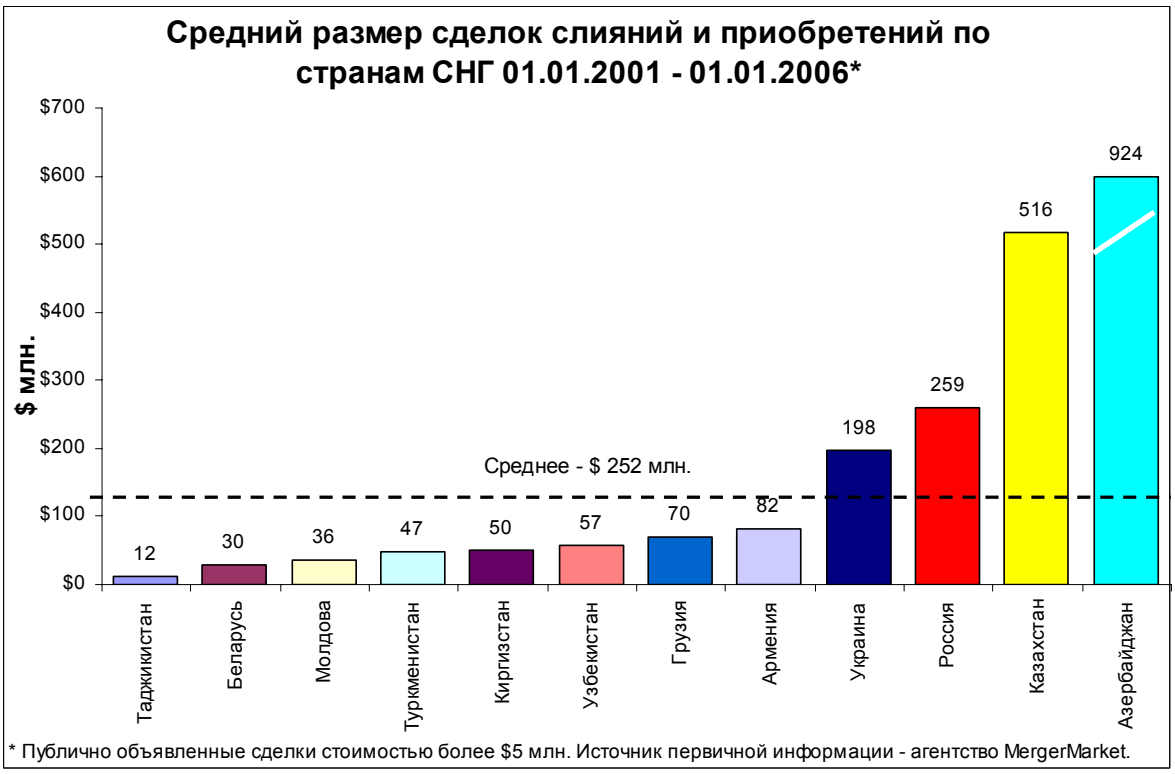

Рост сделок слияний и приобретений в количественном выражении по сравнению с 2001 г. (100%)*
1000%
900%
800%
700%
600%
500%
400%
300%
200%
100%
0%
Европа
СНГ
Россия
CAGR - 53%
CAGR - 52%
CAGR - 15%
2001
2002
2003
2004
2005
2006F
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.

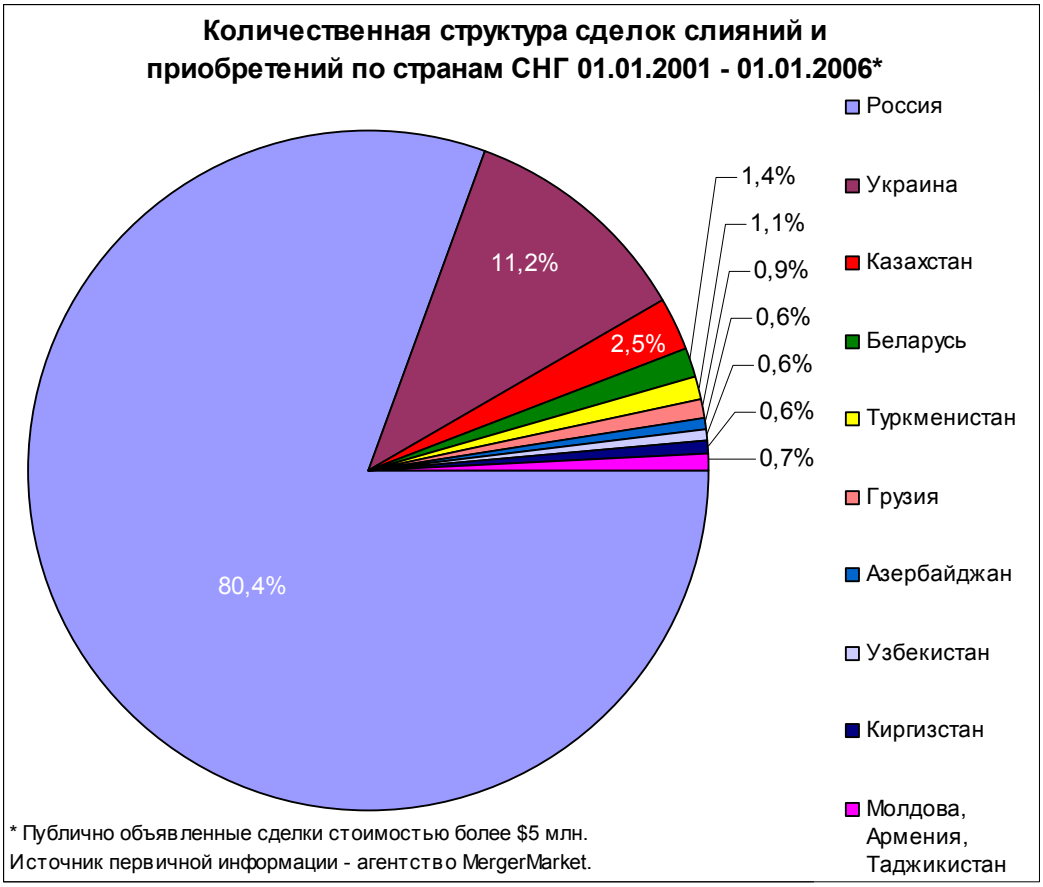

Рост сделок слияний и приобретений в стоимостном выражении по сравнению с 2001 г. (100%)*
1400%
1200%
1000%
800%
600%
400%
200%
0%
Европа
СНГ
Россия
CAGR - 63%
CAGR - 70%
CAGR - 18%
2001
2002
2003
2004
2005
2006F
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.


Стоимостная структура сделок слияний и приобретений в СНГ 01.01.2001 - 01.01.2006*
62,7%
12,6%
6,2%
5,0%
3,2%
1,5%
1,4%
1,3%
1,3%
1,3%
1,2%
1,1%
0,7%
0,1%
Нефтегазовая - $ 81006 млн.
Металлургия - $ 16219 млн.
Телекоммуникации и IT - $ 7981 млн.
Финансовый сектор - $ 6399 млн.
Потреб. товары (FMCG) - $ 4177 млн.
Строительная - $ 1952 млн.
Энергетика и жкх - $ 1779 млн.
Химическая, цел-бум. - $ 1682 млн.
Транспорт - $ 1646 млн.
СМИ, реклама, масс-медиа - $ 1632 млн.
Машиностроение - $ 1614 млн.
Угольная - $ 1451 млн.
Розничные сети (retail) - $ 965 млн.
С/х и лесная пром. - $ 193 млн.
Прочее - $ 465 млн.
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.

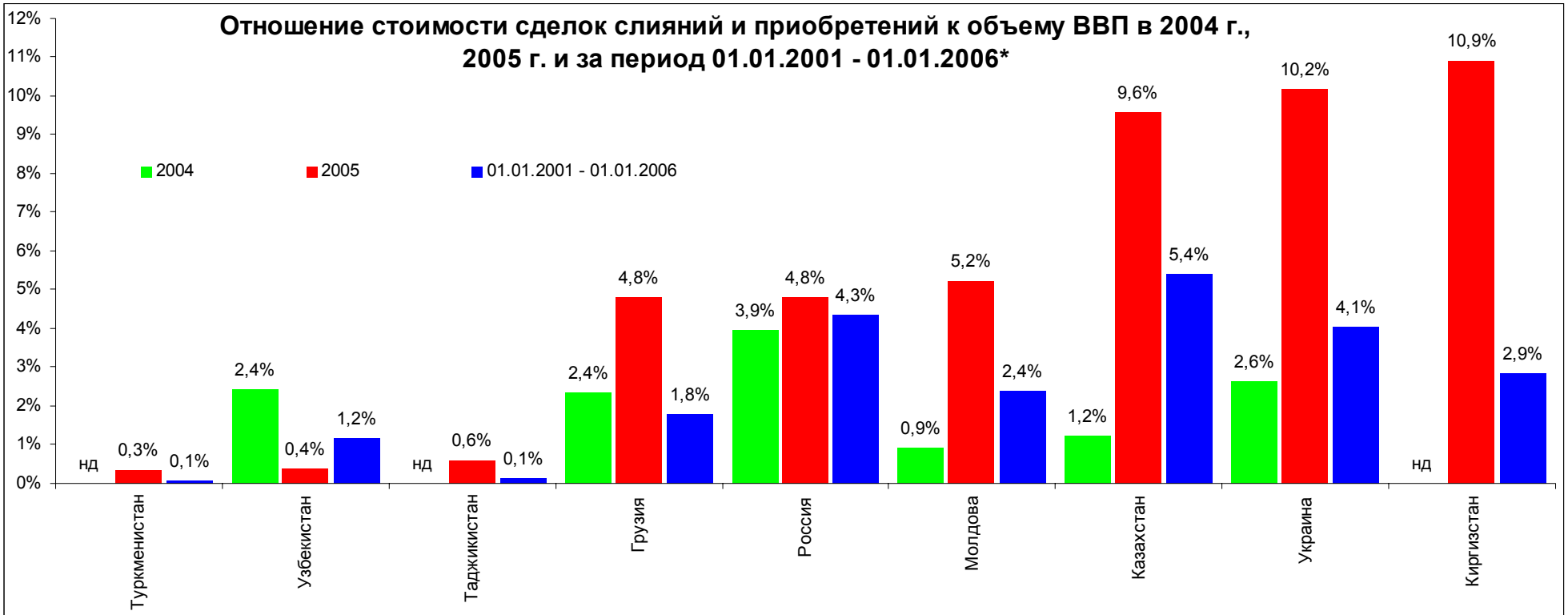

Количественная структура сделок слияний и приобретений в СНГ 01.01.2001 - 01.01.2006*
10,0%
6,9%
5,9%
5,5%
4,6%
4,3%
3,7%
3,4%
3,0%
2,3%
1,5%
13,4%
12,8%
12,1%
10,6%
Нефтегазовая - 109
Телекоммуникации и IT - 104
Потреб. товары (FMCG) - 98
Металлургия - 86
Финансовый сектор - 81
Химическая, цел-бум. - 56
Машиностроение - 48
СМИ, реклама, масс-медиа - 45
Транспорт - 37
Розничные сети (retail) - 35
Энергетика и жкх - 30
Строительная - 28
Прочее - 24
Угольная - 19
С/х и лесная пром. - 12
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.


Средний размер сделок слияний и приобретений в СНГ по отраслям 01.01.2001 - 01.01.2006*
$ млн.
$450
$400
$350
$300
$250
$200
$150
$100
$50
$0
Среднее - $ 252 млн.
32
36
37
50
61
61
72
81
91
91
112
118
141
315
998
С/х и лесная пром.
Прочее
Розничные сети (retail)
Химическая, цел-бум.
СМИ, реклама, масс-медиа
Транспорт
Потреб. товары (FMCG)
Машиностроение
Телекоммуникации и IT
Энергетика и жкх
Строительная
Угольная
Финансовый сектор
Металлургия
Нефтегазовая
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.

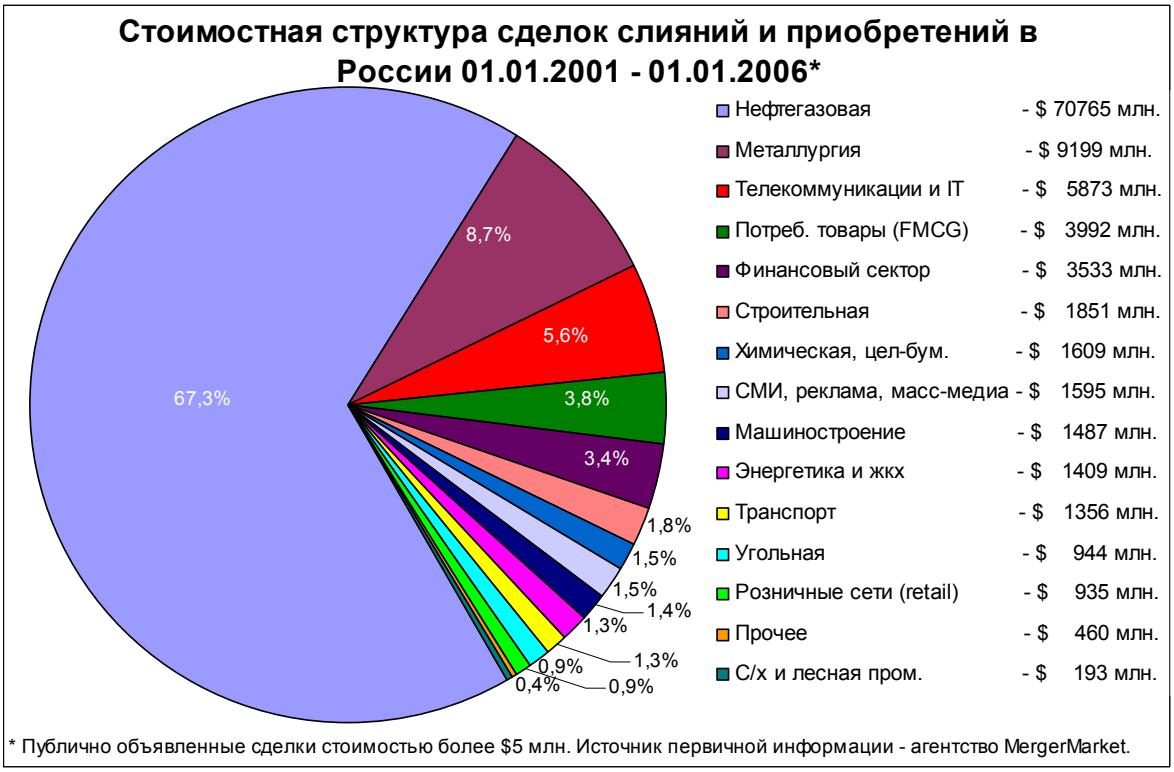

Средний размер сделок слияний и приобретений по странам СНГ 01.01.2001 - 01.01.2006*
$ млн.
$700
$600
$500
$400
$300
$200
$100
$0
Среднее - $ 252 млн.
12
30
36
47
50
57
70
82
198
259
516
924
Таджикистан
Беларусь
Молдова
Туркменистан
Киргизстан
Узбекистан
Грузия
Армения
Украина
Россия
Казахстан
Азербайджан
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.

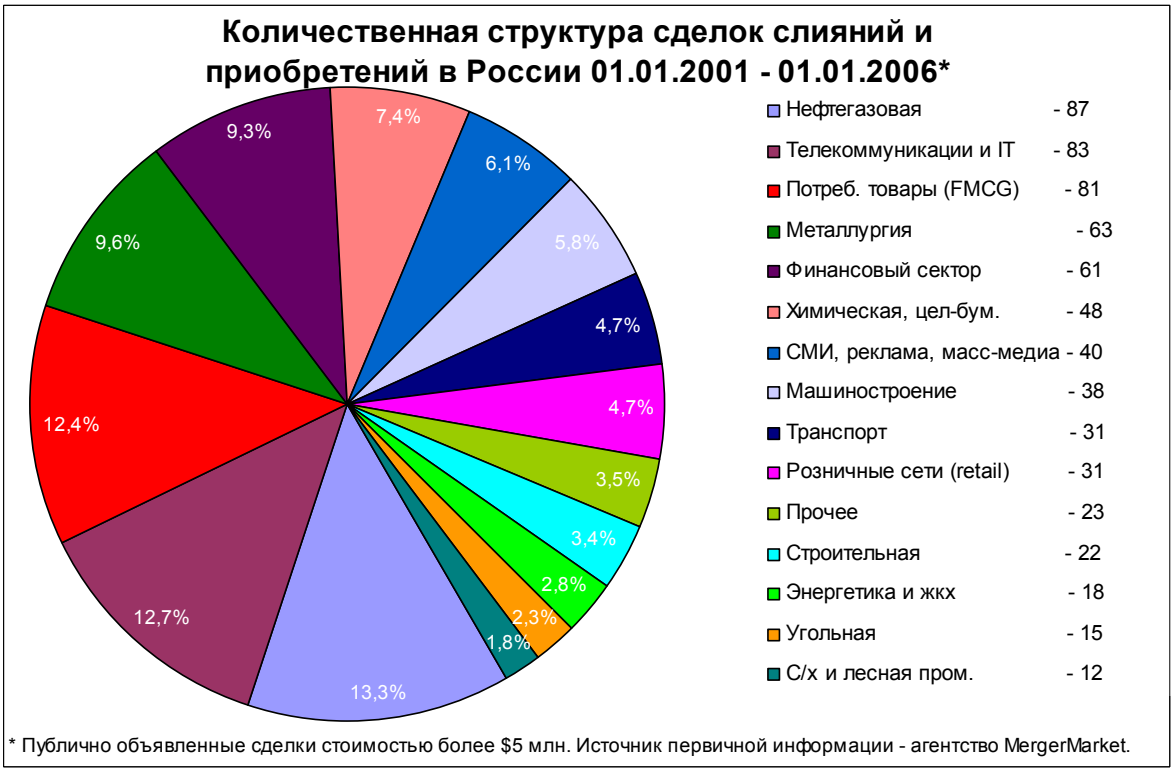

Количественная структура сделок слияний и приобретений по странам СНГ 01.01.2001 - 01.01.2006*
11,2%
2,5%
1,4%
1,1%
0,9%
0,6%
0,6%
0,6%
0,7%
80,4%
Россия
Украина
Казахстан
Беларусь
Туркменистан
Грузия
Азербайджан
Узбекистан
Киргизстан
Молдова, Армения, Таджикистан
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн.
Источник первичной информации - агентство MergerMarket.

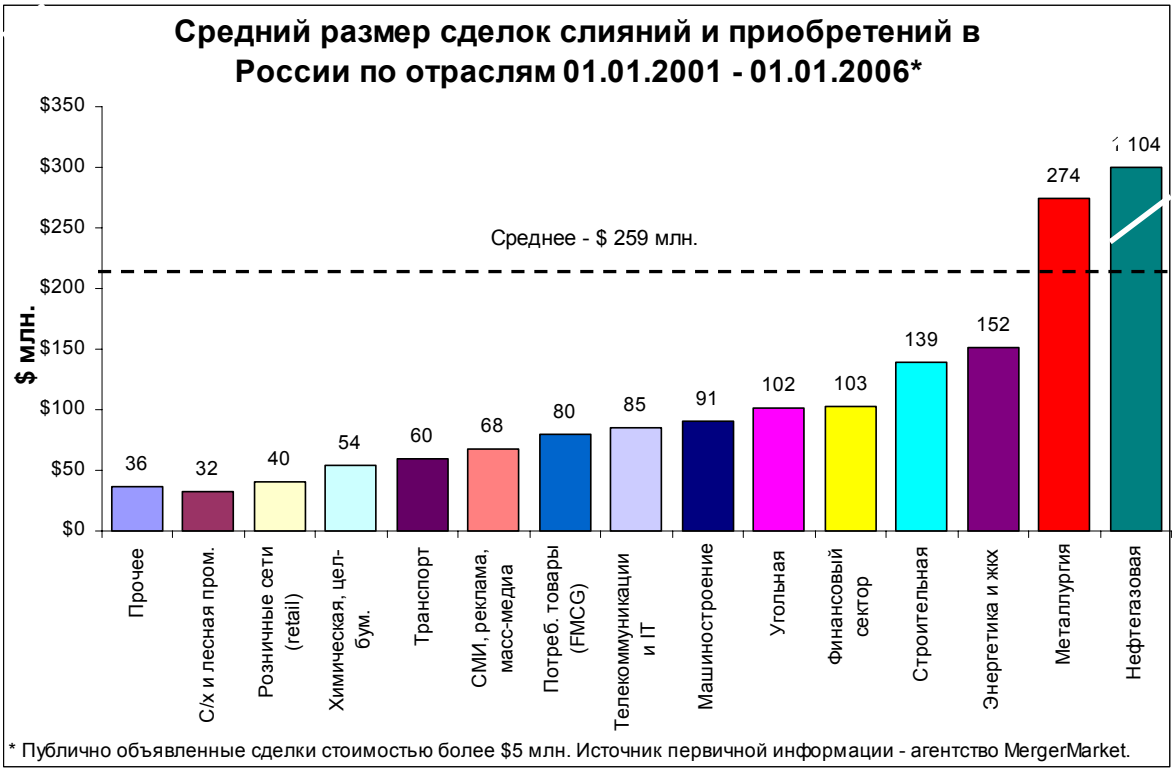
Стоимостная структура сделок слияний и приобретений по странам СНГ 01.01.2001 - 01.01.2006*
8,3%
6,8%
2,2%
0,4%
0,3%
0,6%
81,4%
Россия
Украина
Казахстан
Азербайджан
Узбекистан
Грузия
Туркменистан, Таджикистан, Беларусь, Армения, Молдова, Киргизстан
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн.
Источник первичной информации - агентство MergerMarket.



* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.


Стоимостная структура сделок слияний и приобретений в России 01.01.2001 - 01.01.2006*
67,3%
8,7%
5,6%
3,8%
3,4%
1,8%
1,5%
1,5%
1,4%
1,3%
1,3%
0,9%
0,4%
0,9%
Нефтегазовая - $ 70765 млн.
Металлургия - $ 9199 млн.
Телекоммуникации и IT - $ 5873 млн.
Потреб. товары (FMCG) - $ 3992 млн.
Финансовый сектор - $ 3533 млн.
Строительная - $ 1851 млн.
Химическая, цел-бум. - $ 1609 млн.
СМИ, реклама, масс-медиа - $ 1595 млн.
Машиностроение - $ 1487 млн.
Энергетика и жкх - $ 1409 млн.
Транспорт - $ 1356 млн.
Угольная - $ 944 млн.
Розничные сети (retail) - $ 935 млн.
Прочее - $ 460 млн.
С/х и лесная пром. - $ 193 млн.
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.


Количественная структура сделок слияний и приобретений в России 01.01.2001 - 01.01.2006*
7,4%
6,1%
5,8%
4,7%
4,7%
3,5%
3,4%
2,8%
2,3%
1,8%
13,3%
12,7%
12,4%
9,6%
9,3%
Нефтегазовая - 87
Телекоммуникации и IT - 83
Потреб. товары (FMCG) - 81
Металлургия - 63
Финансовый сектор - 61
Химическая, цел-бум. - 48
СМИ, реклама, масс-медиа - 40
Машиностроение - 38
Транспорт - 31
Розничные сети (retail) - 31
Прочее - 23
Строительная - 22
Энергетика и жкх - 18
Угольная - 15
С/х и лесная пром. - 12
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.



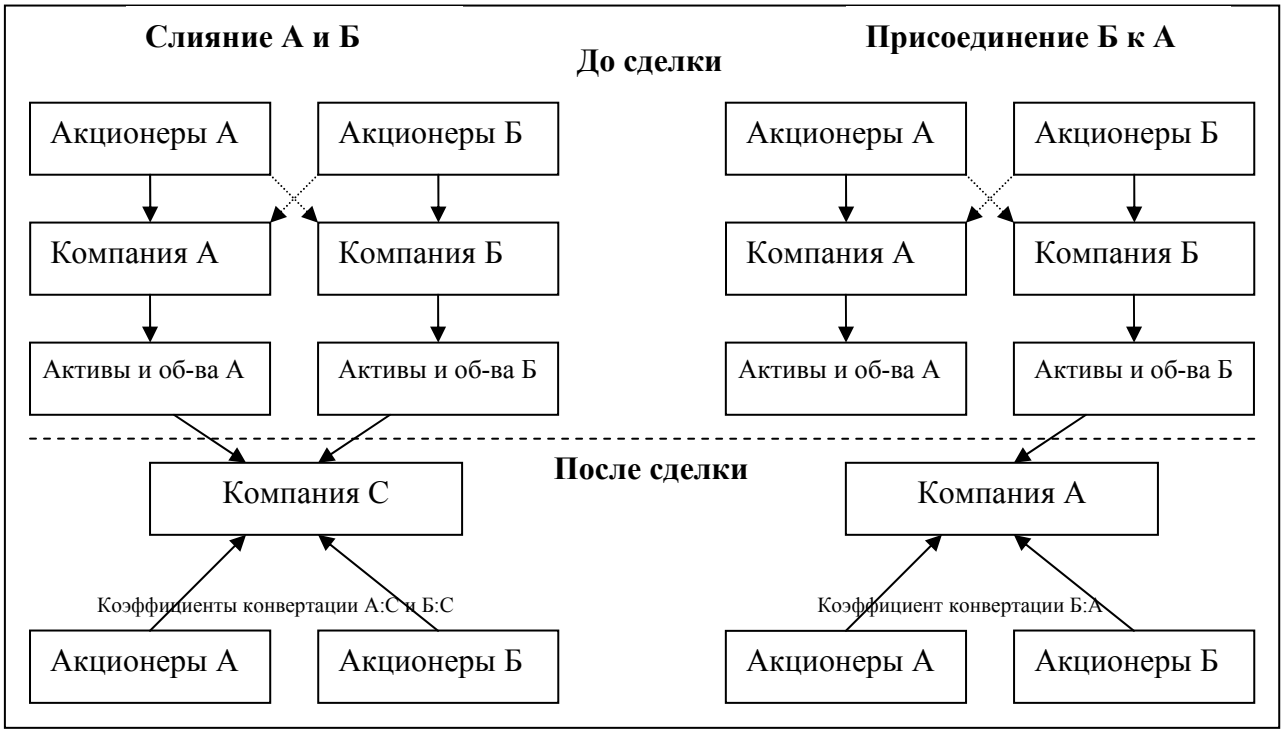
* Публично объявленные сделки стоимостью более $5 млн. Источник первичной информации - агентство MergerMarket.

IPO российских компаний 2005 - IQ2006

Эмитент	Отрасль	Биржа IPO	Дата IPO	Объем предложения акций, $ mm	Доля размещенных акций, % от УК
Комстар - OTC	Телекоммуникации	LSE	Февраль 2006	1,060	35%
НЛМК	Металлургия	LSE	Декабрь 2005	609	7%
IMSG	Реклама	LSE	Декабрь 2005	26	26%
Глобал-Каустик	Химическая	LSE	Декабрь 2005	14	30%
Амтел	Химическая	LSE	Ноябрь 2005	202	27%
Urals Energy	Нефтегазовая	LSE	Август 2005	114	31%
Новатэк	Нефтегазовая	LSE	Июль 2005	879	17%
Рамблер	Масс-медиа	LSE	Июнь 2005	40	26%
Пятёрочка	Розн. сети (retail)	LSE	Май 2005	598	30%
Евразхолдинг	Металлургия	LSE	Май 2005	422	8%
Северсталь-Авто	Машиностроение	ММВБ и РТС	Апрель 2005	135	26%
Лебедянский	Потреб. товары (FMCG)	ММВБ и РТС	Март 2005	151	20%
Хлеб Алтая	Потреб. товары (FMCG)	ММВБ и РТС	Март 2005	8	10%
АФК Система	Телекоммуникации	LSE	Февраль 2005	1,354	17%
Итого			**2005 - IQ2006**	**5,611**	

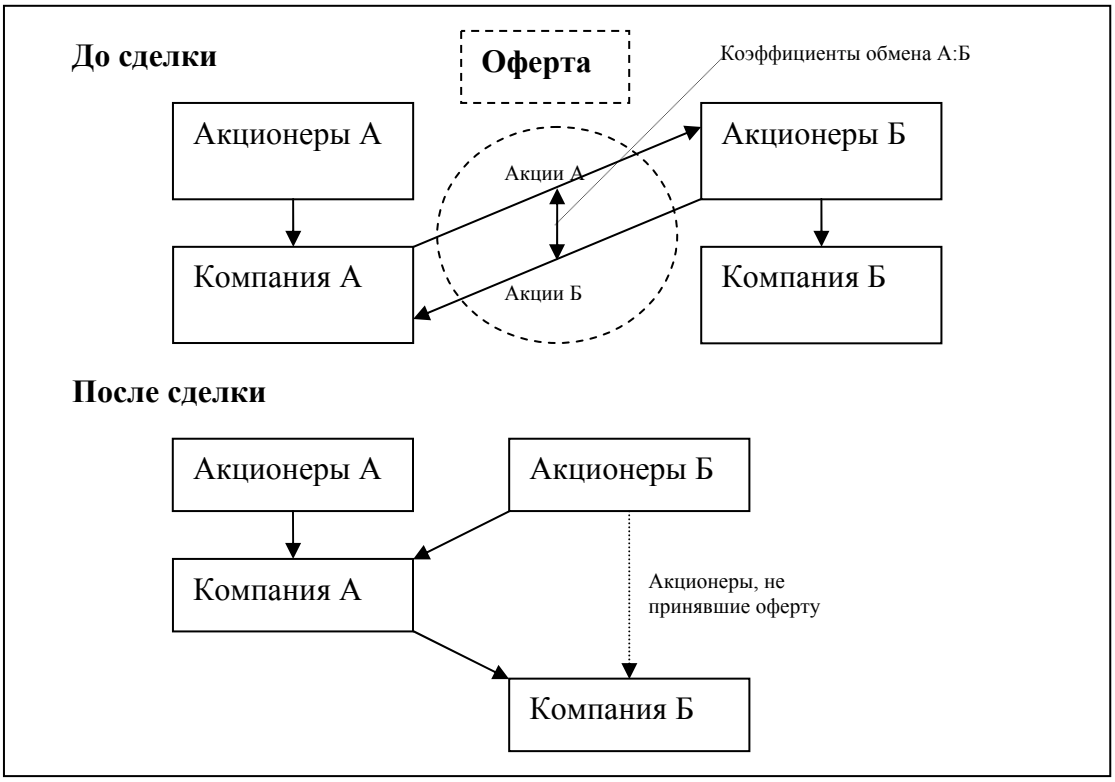
Приложение 3.

Описание процесса слияния и присоединения на примере двух компаний.



Приложение 4.

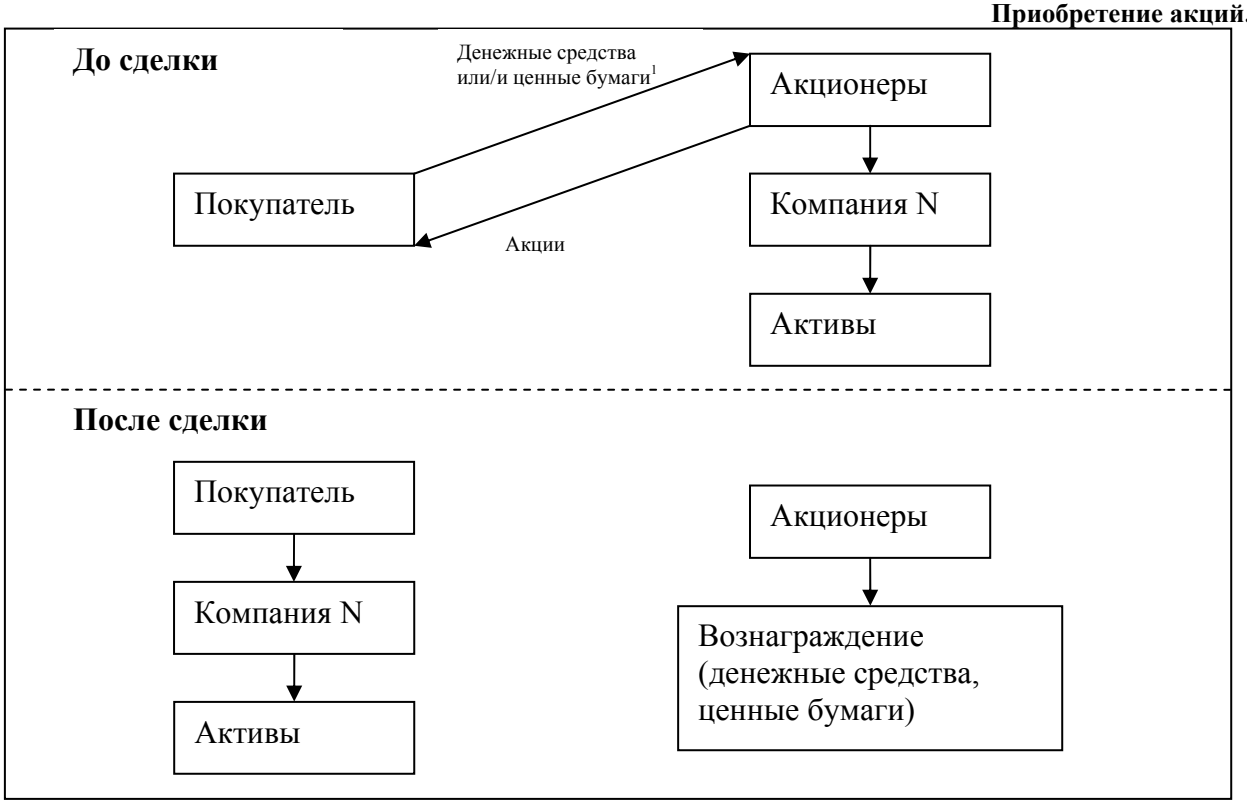
Слияние компаний с помощью обмена акций посредством направления добровольной оферты акционерам интересующей компании.



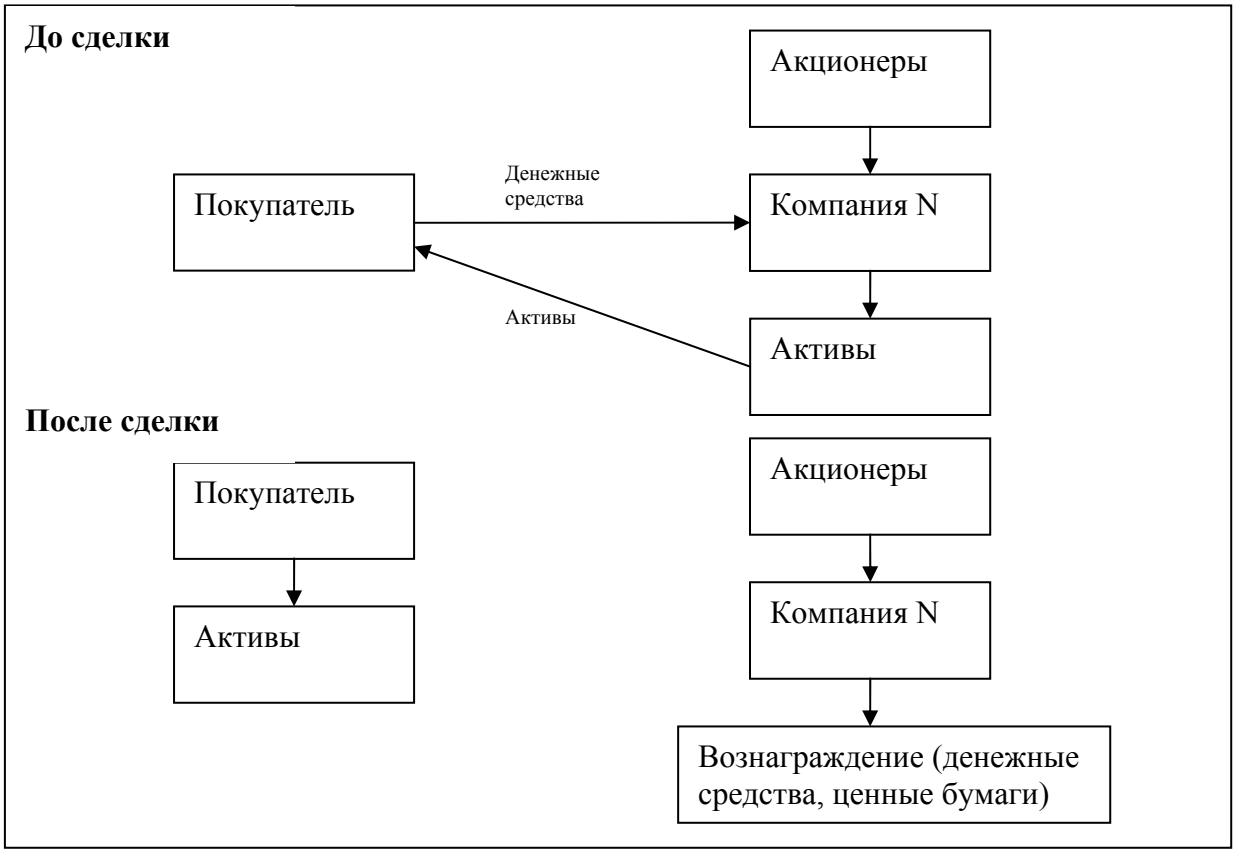
Приложение 5.

Варианты структурирования приобретения бизнеса.

Приобретение акций.

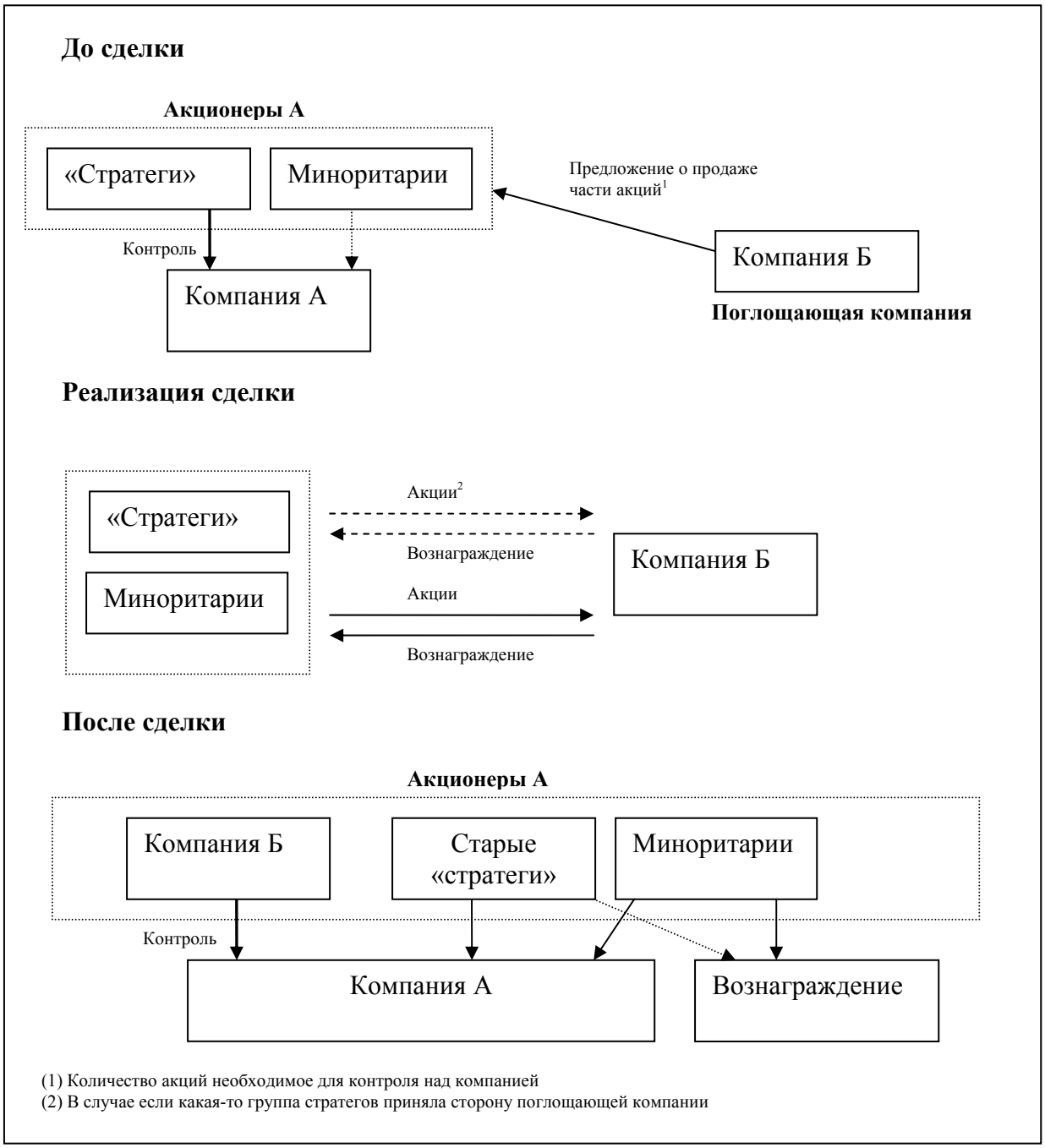


Приобретение активов.



Приложение 6.

Схема поглощения публичной компании.



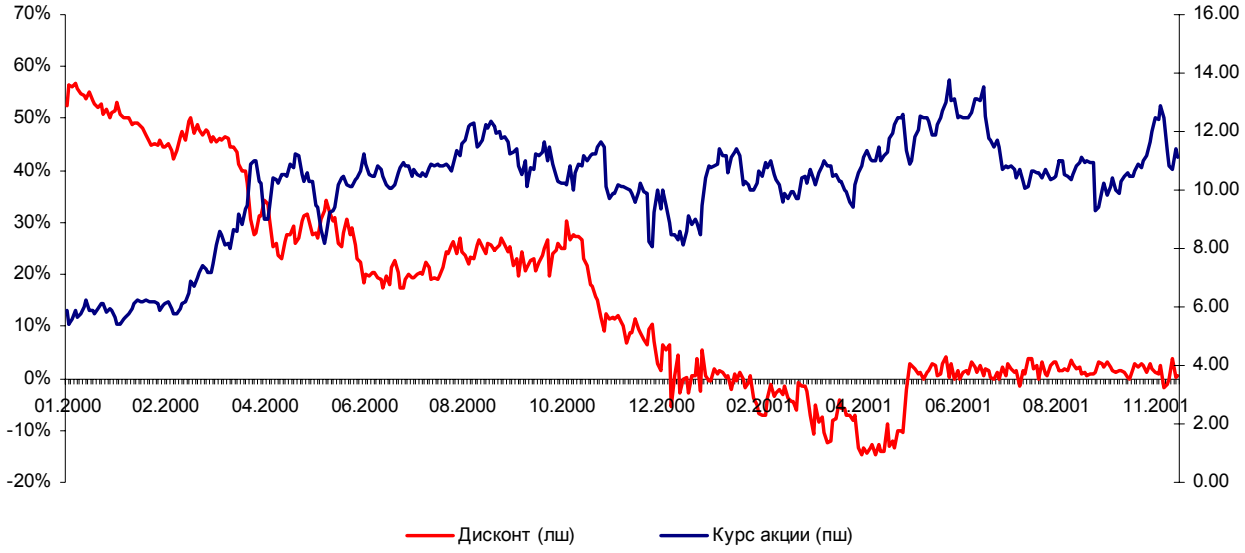
(1) Количество акций необходимое для контроля над компанией
(2) В случае если какая-то группа стратегов приняла сторону поглощающей компании

Приложение 7.

Дисконт между ценами привилегированных и обыкновенных акций.

Компания	Дисконт, %
Дальсвязь	4,9%
Мегионнефтегаз	10,3%
РАО ЕЭС	10,4%
Воткинская ГЭС	14,3%
Колэнерго	17,5%
Сургутнефтегаз	21,1%
Саяно-Шушенская ГЭС	21,6%
Центральный телеком	22,0%
Ростелеком	23,2%
Северо-западный телеком	24,5%
Уралсвязьинформ	25,5%
Волжская ГЭС	26,5%
Саратовэнерго	26,7%
Волгателеком	27,2%
Южный телеком	27,2%
Сибирьтелеком	28,5%
Зейская ГЭС	32,7%
Новгородэнерго	33,3%
Татнефть	36,6%
Башкирэнерго	38,9%
Самараэнерго	52,8%
Среднее	**25,0%**
Медиана	**25,5%**

Источник: Bloomberg 11.09.2005

Приложение 8.

Котировки обыкновенных и привилегированных акций ОАО «Лукойл» до конвертации.