

Пронин М.В.

докторант кафедры «Экономическая теория и история»
Тамбовского государственного университета им. Г.Р. Державина

БОЛЬШОМУ КУСКУ И... РОТ НУЖЕН

принципы оценки эффективности
слияний и поглощений

В условиях глобализации и широкого развития процесс слияния и поглощения превратился в сложный социально-экономический и политический процесс, затрагивающий интересы всех уровней национальной экономики. Необходимым условием эффективного управления этим процессом является формирование системы критериев и показателей эффективности, обеспечивающих комплексность представления его результатов и возможность согласования интересов хозяйствующих субъектов и государства.

Необходимость согласования целей определяет требование методологического единства критериев корпоративной и общественной эффективности слияний и поглощений, обеспечивающих системность и комплексность оценки результативности управления этим процессом.

В настоящее время вопрос о целесообразности использования оценок корпоративной и общественной эффективности слияний и поглощений как условия целесообразности их осуществления является дискуссионным. Выполненный нами анализ результативности сделок на зарубежных и отечественных рынках показал, что неэффективность сделок может быть вызвана:

а) несовершенством процедуры подготовки и заключения сделок, в т.ч. отказ от глубокой проработки рисков и корпоративной эффективности;

б) преобладанием неэкономических мотивов заключения сделки;

в) качеством процесса интеграции компаний, обоснованности стратегии и организации реализации синергии. Большинство неудачных сделок стали таковыми не в момент осуществления сделки, а после ее заключения, когда новая компания уже начала функционировать;

г) формированием форс-мажорных ситуаций в процессе заключения сделок и интеграции компаний.

В современной экономической науке выделяются три подхода, называемые иногда теориями, объ-

большинство неудачных
сделок стали таковыми
не в момент
осуществления сделки,
а после ее заключения

ясняющие корпоративную результативность¹ слияний и поглощений: *теория агентских издержек, теория «гордыни» и синергетическая теория.*

1. *Теория агентских издержек* (Майкл Дженсен) основана на оценке агентских конфликтов как мотивов слияний и поглощений.

2. *Теория «гордыни»* (Ричард Ролл) в качестве основного мотива и результата слияний и поглощений рассматривает индивидуальные, зачастую иррациональные решения менеджеров компании-покупателя.

3. Наиболее развитым и соответствующим цели наших исследований является *синергетический* подход. Вопрос о синергии как основном источнике эффекта (роста стоимости бизнеса) и потому мотиве слияний и поглощений является в настоящее время ключевым вопросом дискуссий по теории и мето-

дологии оценки эффективности и результативности слияний и поглощений.

В западной литературе в качестве показателя эффективности слияний и поглощений часто рекомендуется использование коэффициента Тобина². Этот коэффициент дает общую оценку динамики рыночной стоимости компании. Использование коэффициента Тобина для непубличных компаний России в силу отсутствия котировок их акций представляется практически невозможным.

Прирост стоимости поглощающей компании (эффект поглощения) будет равен разности стоимости объединенной компании и цены, заплаченной за компанию-цель, если положение приобретающей компании не изменится при отказе от сделки. Но если компания-цель будет приобретена конкурентом (компанией «С»), то конкурентный статус компании «А» снизится. Вследствие этого снизится и ее стоимость. Поэтому в (2) предложено определять эффект поглощения путем вычитания из стоимости объединенной компании цены, уплаченной за поглощаемую компанию, и стоимости поглощающей компании «А», которую она будет иметь после приобретения компании-цели конкурентом.

Чистая стоимость поглощения (NAV) создается дополнительным

¹ Отметим, что состав мотивов слияния и поглощения шире состава результатов. Мотивы дополнительно классифицируются на экономические, организационные, социальные, технологические, выступающие факторами экономических и неэкономических результатов слияний и поглощений.

² В отличие от мультипликатора «рыночная стоимость компании/балансовая стоимость активов» (P/BV) коэффициент Тобина учитывает все долговые обязательства и активы компании.

денежным потоком ($\Delta CF_{CЭ}$), который инициируется синергетическим эффектом (СЭ):

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

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

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

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

Для публичной компании это условие выражается ростом курса акций вследствие роста прибыли на акцию и снижения уровня риска. Однако рост EPS может произойти даже при отсутствии чистой стоимости поглощения за счет обмена более дешевых акций поглощаемой компании на более дорогие акции приобретателя. Но этот рост не является отражением укрепления компании после поглощения, он может произойти и при ухудшении ее финансовых показателей. Поэтому эффективный рынок может отреагировать на слияние снижением *коэффициента привлекательности* (P/E).

Таким образом, критерием результативности сделки слияния (поглощения) для поглощающей компании является рост стоимости бизнеса по сравнению с альтернативным использованием соответствующего капитала:

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

где BPV_{AB} и BPV_A – стоимость бизнеса объединенной и поглощающей компаний,

P_B – цена, уплаченная за компанию-цель;

E – затраты на интеграцию компаний.

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

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

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

Объединение компаний эффективно, если $\xi > WACC$ поглощающей компании.

С учетом динамики стоимости объединенной и поглощающей компаний (3) принимает вид:

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

Проблема оценки эффективности слияний и поглощений состоит

использование
коэффициента Тобина
для непубличных
компаний России
в силу отсутствия
котировок их акций
представляется
практически
невозможным

прирост стоимости
 поглощающей компании
 (эффект поглощения)
 будет равен разности
 стоимости
 объединенной
 компании и цены,
 заплаченной
 за компанию-цель

в идентификации и прогнозировании факторов, определяющих динамику показателей в (5); управление эффективностью – в управлении этими факторами. Для формализации проблемы введем понятия идеального (индекс 0), расчетного (индекс 1) и фактического на момент t (индекс 2) значений стоимости компаний.

Идеальное значение стоимости компании A в t -м году ($BPV_{A0}(t)$) определяется двумя условиями: соответствием *реально* сформировавшейся рыночной ситуации (реальному состоянию внешней среды) и *идеальной* (наилучшей в пределах имеющихся возможностей) реакции компании.

$BPV_{A2}(t)$ – фактическое значение стоимости компании A в t -м году, соответствующее реально сформировавшейся рыночной ситуации и фактическому уровню управленческих решений менеджмента компании. Аналогичную интерпретацию имеют прочие элементы прироста стоимости бизнеса.

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

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

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

Идеальная оценка эффекта интеграции компаний при таком подходе будет равна:

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

Поскольку $\Delta NAV_{0/1} \neq 0$, по-скольку (7) можно рассматривать как переход от точечной оценки эффекта к оценке через доверительные интервалы. Проблема их определения заключается в разработке методического инструментария оценки отклонений. Его основой может быть метод WOFС (3), разработанный Стэнли Ф. Ридом.

Метод WOFС предполагает экспертную оценку, *во-первых*, соответствия приобретаемой компании целям покупателя на основе значимости совокупности факто-

ров, во-вторых, основных направлений работы по обеспечению эффективности сделки.

Анализ предложений отечественных и зарубежных ученых по методологии оценки эффективности бизнеса и практика корпораций позволили выявить возможность и целесообразность применения корпоративных систем стратегического управления для выработки критериев оценки государственных интересов в экономическом росте хозяйствующих субъектов посредством слияний и поглощений.

Анализируя совокупность методологических подходов к оценке общественной эффективности (рейтинговые оценки, свертку совокупности финансово-экономических показателей, оценку вариантов по их приоритетности, оценку эффективности государственного управления (4), оценку общественной и бюджетной эффективности экономического роста как результата реализации инвестиционных проектов (6)), мы пришли к выводу об их непригод-

ности для решения обозначенных выше целей оценки слияний и поглощений.

Литература

1. Петраков Н.Я. Русская рулетка. М.: Экономика. 1998.
2. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: "Олимп-Бизнес", 1999.
3. Рид С.Ф., Рид А. Искусство слияний и поглощений. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
4. Классики теории государственного управления: американская школа / Под ред. Дж. Шафритца, А.Хайда. – М.: Изд-во МГУ, 2003.
5. Пронин М.В., Терехин Д.В. Эффективность управления государственным имуществом региона. Тамб. гос. универ. им. Г.Р. Державина. 2003.
6. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. – М.: Экономика, 2000.

pn

M. V. Pronin

*PhD researcher, «Theory and history of economics» department,
Tambov state university named after G.R. Derzhavin*

The evaluation principles of the merger and absorption efficiency

The process of the merger and absorption as the complex social-economic and political process in the terms of globalization is researched. Various terms of management efficiency of the merger and absorption are viewed. The analysis of the merger and absorption transactions in the markets of various levels is done.