

Людмила Михайловна СИМОНОВА –

докторант Санкт-Петербургского государственного
университета экономики и финансов

Дмитрий Станиславович СЕДОВ –

аспирант

Тюменского государственного университета

Управление стоимостью компаний в процессе слияний и поглощений

УДК 658.16

АННОТАЦИЯ. Рассмотрены вопросы увеличения стоимости компаний в процессе слияний и поглощений. Определены ключевые факторы стоимости компаний, их соотношение и степень влияния на результат слияний и поглощений.

This article covers some aspects of increase of the value of companies during merges and acquisitions. The authors determined key factors of the value, their parity and a degree of influence on the result of rolling two or more companies into one.

За последние несколько лет в стратегии слияний и поглощений российских компаний наблюдается постепенный переход от спекулятивных финансовых интересов, от захвата и удержания собственности к перераспределению и созданию стоимости. Становится очевидным, что рост стоимости компании через слияния и поглощения является, с одной стороны, показателем лидерства компании, а с другой — одним из условий инвестиционной привлекательности и способом привлечения финансирования для своего дальнейшего развития. Как показывает мировая практика, несмотря на сложность и колоссальный риск правильное применение стратегии слияний и поглощений позволяет быстрее добиваться увеличения стоимости по сравнению с альтернативными стратегиями. Согласно статистическим данным российские компании все активнее участвуют в сделках по слиянию и поглощению. Так, за первое полугодие 2003 г. объем сделок составил 4,937 млрд. долл., что на 65% больше, чем за аналогичный период прошлого года [1].

В то же время, учитывая мировой опыт компаний в области слияний, можно сказать, что около 2/3 сделок оказываются неудачными, то есть, на практике не создают стоимость и, как следствие, замедляют темп развития, уменьшают долю на рынке и др. В связи с этим возникает необходимость исследования и разработки рекомендаций по управлению стоимостью компаний через слияния и поглощения. На наш взгляд, основой для исследования могут послужить современные принципы концепции управления стоимостью компании.

Суть данной концепции состоит в том, что все решения относительно приобретения или слияния должны оцениваться с точки зрения их влияния на рыночную стоимость. В первую очередь это делается в угоду инвесторам. Кроме того, акционерам компании полезно знать, сколько стоит их бизнес, чтобы понять, на каких условиях участвовать в сделках по слиянию/поглощению.

В основе концепции управления стоимостью заложены принципы метода дисконтированных денежных потоков, в соответствии с которыми стоимость компании определяется денежными потоками, которые она сможет генерировать в будущем (рассматривается способность создавать денежные потоки), дисконтированными по ставке доходности, учитывающей совокупные риски всех активов компании. Это потоки ликвидных ресурсов, которые остаются в компании после осуществления всех операций, необходимых для реализации ее стратегии в конкретном году.

Если свободный денежный поток компании растет постоянными темпами и есть основания полагать, что этот рост возможен продолжительное время, то для оценки стоимости компании обычно используют следующее соотношение [2]:

$$V = FCF / (r_{wacc} - g), \quad (1)$$

где FCF — свободный денежный поток; r_{wacc} — средневзвешенные затраты на капитал; g — темп роста денежного потока.

Относительно входящих в соотношение составляющих сделаем следующие замечания.

Во-первых, средневзвешенная ставка затрат на капитал оценена для долгосрочного периода.

$$FCF = (S - Cc)(1 - T) - I = EBIT(1 - T) - I, \quad (2)$$

где S — выручка от продаж; Cc — себестоимость продукции без учета процентных обязательств по кредитам; T — ставка налога на прибыль; I — постоянные инвестиции сверх амортизации, используемые для поддержания заданного уровня продаж и себестоимости; $EBIT$ — прибыль до вычета процентов и налогов.

Как видно, составляющие свободного денежного потока соответствуют данным из отчета о прибылях и убытках в составе финансовой отчетности компании.

В-третьих, кредитные ставки при вычислении средневзвешенных затрат на капитал необходимо скорректировать на налоги, чтобы база для сравнения кредитных ставок и требуемой доходности на инвестиции была одинакова.

В-четвертых, оценка выражения (1) имеет смысл только при условии $r_{wacc} > g$.

Также важно заметить, что свободные денежные потоки в выражении (1) не содержат процентные платежи по кредитам и займам.

Таким образом, с учетом принятых допущений и предположений соотношения (1) и (2) определяют основные факторы стоимости, составляющими которых служат:

- выручка от продаж;
- себестоимость реализованной продукции, скорректированная на процентные платежи;
- ставка налога на прибыль;
- дополнительные постоянные инвестиции сверх амортизации, используемые для поддержания заданного уровня продаж и себестоимости;
- скорость роста денежного потока;
- стоимость привлеченного капитала.

Кроме того, применяемая модель предполагает ряд серьезных ограничений на входящие в него переменные.

Во-первых, ни одна компания объективно не в состоянии постоянно расти высокими темпами, поэтому значение параметра g не может превышать темпы роста экономики в целом. Будет это глобальная, усредненная для нескольких регионов или национальная экономика, зависит от того, где действует и на какие новые рынки способна выйти компания.

Во-вторых, предположения относительно показателей, характеризующих деятельность компании, и оценка ее средневзвешенных затрат на капитал должны быть согласованы с допущением о постоянстве темпов роста.

Сложившаяся комбинация ключевых составляющих стоимости компании задает новую точку отсчета во взгляде на все происходящее на предприятии. На старте оценки главная задача — выявить, существуют ли разрушительные тенденции в стоимости компании и оптимальна ли комбинация факторов стоимости, обнаружить «зоны повышенной чувствительности». В какой-то мере можно рассуждать об этом, как о специфическом типе SWOT-анализа, т. е. анализа сильных и слабых

сторон во внутренних механизмах компании и имеющихся у нее внешних рыночных возможностей и возникших в среде угроз. В данном случае анализ силы и слабости ведется на языке факторов стоимости.

С целью разработки сценария, создающего возможности роста стоимости, рассмотрим количественные соотношения ключевых факторов стоимости и степень их влияния на оценку этой стоимости. На наш взгляд, это позволит выявить те процедуры и механизмы, которые эффективно или неэффективно влияют на стоимость в случае слияния или поглощения.

Для решения вопроса об эффективных факторах воздействия на стоимость компании необходимо оценить чувствительность стоимости к изменению ее составляющих. Для этих целей удобно рассмотреть эластичность стоимости по этим переменным [3].

Эластичность показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если исследуемый фактор при прочих равных условиях изменится на 1%.

1. Эластичность оценки стоимости компании по свободному денежному потоку показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если величина денежного потока изменится на 1%.

Эластичность стоимости по денежному потоку определяется следующим образом:

$$El_{FCF} = (FCF / V) (V / FCF) = (FCF / (FCF / (r_{wacc} - g))) \times (FCF / (r_{wacc} - g)) / FCF = (r_{wacc} - g) / (r_{wacc} - g) = 1 \quad (3)$$

Выводы:

- при изменении величины денежного потока на 1% при прочих равных условиях оценка стоимости компании также изменится на 1%, причем увеличение денежного потока приводит к увеличению стоимости;
- эластичность стоимости компании по свободному денежному потоку не зависит от скорости изменения этого потока, т. е. стоимость компании изменяется на 1% при изменении свободного денежного потока на 1% независимо от скорости роста этого потока.

По аналогии с выражением (3) приведем выражения для эластичности оценки стоимости компании по остальным факторам.

2. Эластичность стоимости по ставке затрат на капитал показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если величина ставки затрат на капитал изменится на 1%.

Эластичность стоимости по ставке затрат на капитал определяется следующим образом:

$$El_{r_{wacc}} = - (r_{wacc} / (r_{wacc} - g)) \quad (4)$$

Выводы:

- отрицательный знак эластичности показывает, что увеличение затрат на капитал при прочих равных условиях приводит к уменьшению стоимости компании;
- процентное изменение стоимости по затратам на привлечение капитала зависит от скорости изменения этого потока.

3. Эластичность оценки стоимости компании по себестоимости реализуемой продукции показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если себестоимость изменится на 1%.

Эластичность стоимости компании по себестоимости имеет следующий вид:

$$El_{Cc} = - (1 - T) / (FCF / Cc) \quad (5)$$

Выводы:

- увеличение себестоимости реализуемой продукции при прочих равных условиях приводит к уменьшению стоимости компании. При уменьшении се-

бестоимости реализуемой продукции на 1% стоимость компании увеличивается обратно пропорционально уменьшению рентабельности производства. При этом, чем больше доля себестоимости в выручке от реализации, тем сильнее в процентном отношении ее влияние на изменение стоимости компании;

— процентное изменение стоимости компании при изменении себестоимости не зависит от скорости изменения свободного денежного потока g , т. е. стоимость в процентном отношении одинаково изменяется как для растущего, так и для постоянного потока;

— с учетом соотношения (2) выражение (5) при дополнительных инвестициях $I=0$ может быть преобразовано в следующее:

$$El_{Cc} = - (1 - T) / (FCF / Cc) = - 1(EBIT/Cc) \quad (6)$$

Пример А.

— выручка от реализации — 100 (ден. ед);

— себестоимость реализованной продукции — 80 (ден. ед);

— дополнительные инвестиции $I=0$ (ден. ед).

Тогда эластичность равна $El_{Cc} = - 1 ((100-80)/80) = 4$, т. е. при уменьшении себестоимости на 1% при прочих равных условиях оценка стоимости компании увеличивается на 4%.

Пример Б.

Если себестоимость реализованной продукции составляет 90 (ден. ед), то эластичность будет равна $El_{Cc} = - 1 ((100-90)/90) = 9$, т. е. при уменьшении себестоимости на 1% при прочих равных условиях оценка стоимости компании увеличивается уже на 9%.

Из приведенных примеров видно, что чем больше доля себестоимости в выручке от продаж (ниже рентабельность производства), тем эффективнее для увеличения оценки стоимости компании при прочих равных условиях мероприятия по снижению себестоимости.

4. Эластичность стоимости по выручке от реализации показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если выручка изменится на 1%.

Эластичность стоимости денежного потока по выручке имеет следующий вид:

$$El_s = (1 - T) / (FCF / S) \quad (7)$$

Выводы:

— увеличение выручки от продаж при прочих равных условиях приводит к увеличению стоимости компании, причем зависимость нелинейная, т. е. чем ниже рентабельность продаж, тем сильнее в процентном отношении влияние на изменение стоимости компании;

— процентное изменение стоимости компании при изменении выручки не зависит от скорости изменения свободного денежного потока g ;

— если дополнительные инвестиции $I=0$, то выражение (7) примет вид:

$$El_s = (1 - T) / (FCF / S) = 1/(EBIT/S) \quad (8)$$

где $EBIT = (S - Cc)$ — прибыль до вычета процентов и налогов.

5. Эластичность стоимости по прибыли показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если прибыль изменится на 1%.

$$El_{EBIT} = (1 - T) / (FCF / EBIT) \quad (9)$$

Выводы:

— увеличение прибыли приводит к пропорциональному увеличению стоимости компании;

— процентное изменение стоимости компании при изменении выручки не зависит от скорости роста свободного денежного потока g ;

— эластичность оценки стоимости компании от изменения прибыли никогда не бывает меньше 1.

6. Эластичность оценки стоимости компании по скорости роста свободного денежного потока показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости, если величина скорости роста денежного потока изменится на 1%.

Эластичность стоимости по постоянной скорости роста денежного потока определяется следующим образом:

$$El_g = g / (r_{wacc} - g) \tag{10}$$

Выводы:

- увеличение постоянной скорости роста денежного потока при прочих равных условиях приводит к увеличению стоимости компании;
- чем меньше разница между скоростью роста свободного денежного потока g и средневзвешенными затратами на капитал r_{wacc} , тем больше влияние процентного изменения скорости роста на оценку стоимости компании.

7. Эластичность оценки стоимости компании по дополнительным инвестициям сверх амортизационных отчислений показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если величина этих инвестиций изменится на 1%.

$$El_I = -1 / (FCF / I) \tag{11}$$

Вывод:

- уменьшение дополнительных инвестиций для поддержания заданного уровня (или роста) свободного денежного потока приводит к увеличению стоимости компании.

Далее на примерах будет показана сравнительная динамика изменения оценки стоимости при изменении некоторых ее составляющих.

Для примеров взяты следующие общие (условные) данные: ставка налога на прибыль $T=24\%$; средневзвешенная ставка затрат на капитал – 10% ; скорость роста денежного потока $g=0$.

Пример 1.

Таблица 1

Влияние изменения себестоимости на стоимость компании (при доп. инвестициях $I=0$)

Выручка S	100	100	100	100	100	100
Себестоимость Cc	10	30	50	80	90	95
Расчетные показатели						
ЕВИТ	90	70	50	20	10	5
Свободный денежный поток $FCF = EBIT(1 - T)$	68,4	53,2	38	15,2	7,6	3,8
Оценка стоимости компании $V = FCF / r_{wacc}$	684	532	380	152	76	38
Эластичность по выручке El_s	1,11	1,43	2,00	5,00	10,00	20,00
Эластичность по себестоимости El_c	-0,11	-0,43	-1,00	-4,00	-9,00	-19,00
Эластичность по прибыли El_p	1	1	1	1	1	1

Анализ полученных результатов показывает следующие свойства эластичностей:

- эластичность по выручке равна разности эластичности по прибыли и эластичности по себестоимости:

$$El_s = El_p - El_{Cc} \tag{12}$$

- эластичность стоимости от рассматриваемых составляющих не зависит от ставки затрат на капитал r_{wacc} . От ставки затрат на капитал зависят только эластичность по самой ставке и скорости роста денежного потока g ;
- при дополнительных инвестиционных затратах $I=0$ эластичности стоимости не зависят от ставки налога на прибыль T .

Т. Коупленд, Т. Коллер и Д. Муррин в своей работе [4] в качестве критерия роста стоимости компании приводят следующее соотношение:

$$ROIC = NOPLAT / \text{Инвестированный капитал} > r_{wacc}, \quad (13)$$

где ROIC — рентабельность инвестированного капитала; NOPLAT — чистая прибыль за вычетом скорректированных налогов; инвестированный капитал — сумма оборотных средств в основной деятельности, чистых основных средств и чистых прочих активов.

По сути, этот критерий соответствует оценке стоимости на основе метода капитализации прибыли.

Соотношение (13) можно записать следующим образом:

$$NOPLAT / r_{wacc} > \text{Инвестированный капитал}, \quad (14)$$

где левая часть означает оценку стоимости методом капитализации чистой прибыли NOPLAT и которая должна быть больше инвестированного капитала.

Соотношение (14) носит эвристический характер и не позволяет непосредственно определить, что послужило причиной роста (падения) стоимости компании, а главное, каковы долгосрочные тенденции изменения стоимости.

Рассмотрим динамический способ оценки условий изменения стоимости компании, основанный на анализе изменения оценки стоимости по изменению составляющих этой стоимости.

Условием роста стоимости компании V при изменении всех ее составляющих является положительное значение разности:

$$\delta V = (V_{\text{новое}} - V_{\text{старое}}) > 0,$$

где $V_{\text{старое}}$ — оценка стоимости компании до изменения составляющих стоимости; $V_{\text{новое}}$ — оценка стоимости компании после изменения составляющих стоимости. Изменяемыми составляющими стоимости являются ΔS , ΔCc , ΔT , Δr_{wacc} , Δg , ΔI .

С математической точки зрения, функция стоимости V (соотношение (1) с учетом (2)) является функцией многих переменных. Вариация dV имеет следующий вид:

$$\delta V = (V/S)\Delta S + (V/Cc)\Delta Cc + (V/T)\Delta T + (V/r_{wacc})\Delta r_{wacc} + (V/g)\Delta g + (V/I)\Delta I, \quad (15)$$

где $/$ — частная производная стоимости (1) по соответствующей переменной (составляющей стоимости); Δ — вариация (произвольное изменение) составляющих стоимости в абсолютном выражении.

Окончательно:

$$\delta V = (1 - T)(\Delta S - \Delta Cc) - (S - Cc)\Delta T + V(\Delta g - \Delta r_{wacc}) - \Delta I, \quad (16)$$

или

$$\delta V = (1 - T)\Delta EBIT - EBIT\Delta T + V(\Delta g - \Delta r_{wacc}) - \Delta I, \quad (17)$$

где $\delta V = \delta V(r_{wacc} - g)$.

Выводы:

- если соотношение (16) больше нуля, то это означает, что при заданном одновременном изменении составляющих стоимость увеличилась;
- если соотношение (16) равно нулю, то это означает, что стоимость не изменилась;
- если выражение (16) меньше нуля, то это означает, что стоимость компании уменьшилась;
- соотношение (16) является ориентиром для контроля процесса увеличения стоимости по результатам операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании.

Пример 2.

$$\delta V = (1 - 0,24)(20,0 - 14,0) - (100,0 - 80,0)(0,24 - 0,24) + 174,29(0 - 0,01) - 1 = 1,8171$$

В случае слияния или поглощения компаний положительное значение полученного соотношения означает, что при заданных ожидаемых изменениях оценоч-

ная стоимость компании увеличивается. Это увеличение подтверждается непосредственными расчетами, представленными в последнем столбце табл. 2.

Таблица 2

Исходные данные (условные) из отчета о прибылях и убытках

Показатель	До сделки	После сделки	Изменения
Выручка S	100	120	20
Себестоимость Cc (за вычетом процентных платежей)	80	94	14
Прибыль до вычета процентов и налогов EBIT	20	26	6
Налог на прибыль T Прибыль после вычета налогов	4,8	6,24	0
(до вычета процентов) EBIT(1-T)	15,2	19,76	4,56
Капвложения сверх амортизации I	3	4	1
Свободный денежный поток FCF	12,2	15,76	3,56
Средневзвешенная ставка затрат на капитал r wacc, %	10	11	1
Темп роста FCF – g, %	3	3	0
Оценка стоимости $V=FCF / r \text{ wacc} - g$	174,29	197,00	22,71

Таким образом, применение данного подхода, на наш взгляд, позволяет сделать вывод о том, что существует определенный, последовательный трехфазный цикл в управлении стоимостью.

Первая фаза цикла позволяет анализировать такие факторы стоимости, как темп роста предприятия, рентабельность продаж, ставка налога на прибыль, инвестиции. Выявленные нами факторы определяют потоки денежных средств компании. При этом учитывается инвестиционный риск, от которого зависят затраты на капитал, или барьерная ставка компании. Как нам кажется, проведенный анализ позволяет выявить, существуют ли разрушительные тенденции в стоимости компании и оптимальна ли комбинация факторов стоимости, обнаружить «зоны повышенной чувствительности».

Вторая фаза цикла представляет собой выявление сценариев, создающих возможности для роста стоимости. Этот шаг позволяет протестировать каждый стратегический сценарий на прочность, провести анализ чувствительности по типу «что произойдет, если ...». Также, на наш взгляд, разработанные сценарии дают ответ, за счет каких ресурсов (самостоятельное развитие или слияния и поглощения) возможно увеличение стоимости.

Третья фаза цикла позволяет определить степень влияния изменений на бизнес-процессы компании с точки зрения стратегии приращения стоимости, а именно: какие подразделения при ликвидации не повлияют на стоимость, а какие необходимо усилить за счет приобретения новых активов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Оверченко М. Новый охотничий сезон // Ведомости. 2003. 11 июля.
2. Шарп У. Инвестиции / Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1997. 1024 с.
3. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать, контролировать данные, определяющие стоимость компании / Пер. с англ. М.: Дело, 2000. 360 с.
4. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1999. 576 с.