

ПОПУДРИБКО Анна Вадимовна, студент факультета
«Международные экономические отношения»
ФГОБУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»
Москва (Email: anet4252@yandex.ru)

САЛЬКАЕВ Тимур Алиевич, студент факультета
«Международные экономические отношения»
ФГОБУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»
Москва (Email: salkaevtimur@yandex.ru)

АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ: «МОДЕЛЬ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА» И «МОДЕЛЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ»¹

Аннотация: В статье рассматриваются теоретические и методические основы анализа эффективности сделок слияний и поглощений. Поскольку современное развитие экономики в условиях глобализации, технологического прогресса и либерализации рынков усиливает конкурентную среду, повышая актуальность процессов слияний и поглощений, на основе обобщения результатов проведенных авторами исследований определены особенности моделей денежного потока и экономической прибыли в оценке стоимости компании для оценки эффективности сделок M&A, а также рассмотрены методики определения их эффективности.

Ключевые слова: слияния и поглощения, модель денежного потока, модель экономической прибыли, синергетический эффект.

Anna Vadimovna Popudribko, Timur Dzhabrailov Salkaev
"International students' economic relations FGOBU
"Financial University the Government of the Russian Federation",
Moscow Email: anet4252@yandex.ru; salkaevtimur@yandex.ru

EFFICIENCY ANALYSIS OF MERGERS AND ACQUISITIONS: THE CASH FLOW MODEL "AND" THE ECONOMIC PROFIT MODEL»

Abstract: This article discusses the theoretical and methodological foundations of efficiency analysis of mergers and acquisitions. Since the modern development of the economy in the face of globalization, technological change and market liberalization enhances the competitive environment by increasing the relevance of the processes of mergers and acquisitions on the basis of the results of the authors of the studies identified particular patterns of cash flow and economic

¹ Научный руководитель, Doctor of Philosophy, доцент кафедры «Экономический анализ» **Гавель Ольга Юрьевна**, ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва

profit in the company's valuation to assess the effectiveness of transactions M&A, as well as reviewed methodology for determining their effectiveness.

Keywords: mergers and acquisitions, cash flow model, the economic profit model, synergistic effect.

В условиях развитой конкуренции многим компаниям тяжело поддерживать стабильное экономическое состояние и продуктивно функционировать на рынке. Принятие своевременных и экономически грамотных управленческих решений во многом обуславливает эффективность деятельности организации. Слияние и поглощение различных экономических субъектов считается одним из наиболее действенных вариантов развития компании, благодаря которому происходит увеличение объема рынка и повышение капитализации организации. Но, несмотря на перспективы поддержания и расширения бизнеса путем слияний и поглощений, они часто не приносят желаемого результата, то есть не создают добавочную стоимость для владельцев поглощающей компании, и это при условии длительного и дорогостоящего процесса юридических и финансовых переговоров. [1] Поэтому данный путь развития организации требует серьезного предварительного анализа рисков, касающегося как технологии выбора объекта сделки, так и процедуры проведения самой сделки и интеграции бизнеса.

В настоящее время наиболее распространенными являются дружественные сделки слияний и поглощений, при которых продавец назначает цену (или продавец и покупатель согласовывают цену), которая впоследствии может быть изменена в зависимости от идентифицированных рисков или результатов оценки стоимости бизнеса независимым оценщиком. Однако возможна и другая ситуация: ни продавец, ни покупатель не хотят первыми назначать цену за объект слияния и поглощения. Поэтому, наиболее эффективным решением является определения диапазона стоимости [2].

Процесс изменения цены сделки зависит от договоренности между сторонами и обсуждается после обнаружения рисков, которые могут существенно повлиять на стоимость объекта слияния и поглощения.

По мнению ряда экспертов, для инвестора основными задачами сделки слияния и поглощения в условиях неопределенности и риска являются [3]:

- определение объективной стоимости объекта слияния и поглощения и связанных с этим процессом рисков (due diligence);
- идентификация синергетического эффекта от осуществления сделки слияния и поглощения.

Это необходимо для того, чтобы использовать фактическую стоимость приобретаемого бизнеса при ведении переговоров с продавцом, а также для определения предполагаемой выгоды для инвестора при осуществлении сделки слияния и поглощения.

Рынок слияний и поглощений имеет впечатляющие масштабы. Главной целью большинства подобных сделок является рост капитализированной стоимости объединенной компании. Однако существуют и другие мотивы слияния, например, поглощение с целью устранения конкуренции. Определение мотивов слияний и поглощений играет значительную роль, поскольку они отражают причины, по которым ряд предприятий, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. К основным мотивам слияний и поглощений можно отнести [4]:

- экономию на масштабах производства;
- стремление к образованию монополии и устранению конкурентов;
- взаимодополняемость при осуществлении инновационной деятельности;
- устранение неэффективности и повышение качества управления;
- вывод капитала за границу;
- диверсификация производства;
- рост прибыли на акцию;
- снижение затрат на финансирование;
- расширение географии влияния;
- налоговые мотивы и др.

Перед проведением сделки слияния или поглощения важно полностью изучить и проанализировать ситуацию – определить, насколько полно компания может реализовать свои возможности в планируемом поглощении или слиянии. Подготовительный этап сделки, как правило, включает несколько стадий [4]:

Анализ отрасли.

Самооценка. После выбора отрасли, компания оценивает собственное положение на рынке, определяя свои преимущества, при использовании которых можно создать стоимость в

поглощенной компании.

Отбор кандидатов на слияние или поглощение. Исследуются операционные характеристики, структура собственности, финансовые показатели, что позволяет определить наиболее привлекательных из них. Потенциальный объект поглощений определяет следующие факторы [5]: стоимость актива; конкурентные преимущества; перспективы роста; повышение эффективности бизнеса; операционные синергии; быстрая окупаемость инвестиций; источник финансирования сделки; ясная стратегия выхода.

Определение возможностей для создания синергии. Успешный результат сделки в первую очередь зависит от способности реально оценить возможности создания стоимости при объединении сбытовых, производственных, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, уменьшения штата, переноса технологий и т.п.

Определение возможностей для создания стоимости за счет реструктуризации компании.

Финансовая оценка кандидата. На данной стадии оценивается стоимость поглощаемой компании, применяя внутренние (дисконтированные денежные потоков с учетом синергетических эффектов) и внешние показатели (рыночные оценки, прецеденты аналогичных сделок и т.д.).

Оценка возможных рисков при слиянии и поглощении. Риски включают в себя потерю клиентов, ценовую войну, атаку конкурентов, потерю важных сотрудников, политическое или культурное сопротивление поглощаемой компании и многое другое.

Оценка стоимости компании и возможных синергетических эффектов

Для оценки эффективности сделок по слиянию и поглощению используются различные подходы. Первым этапом анализа слияния или поглощения часто является составление прогнозов будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. Такой прогноз должен включать планируемый результат сделки, а именно: повышение доходов или снижение расходов, обусловленное слиянием. Затем проводится дисконтирование этой суммы к настоящему времени и сравнивается полученный результат с ценой покупки. Традиционно оценка эффективности слияний и поглощений для отдельных компаний

производится либо на основе капитализации, либо на основе финансовых коэффициентов (рентабельности, ликвидности, финансового рычага и т.д.). В практике анализа сделок слияния и поглощения также используются традиционные финансовые коэффициенты [6], помогающие оценить финансовую устойчивость организации (таблица 1).

Модель денежного потока коммерческого предприятия. Используя модель денежного потока коммерческой организации, возможно оценить стоимость собственного капитала компании как стоимость предприятия, доступную всем инвесторам за вычетом долговых обязательств и других законных притязаний инвесторов как, например, привилегированные акции. Для расчета стоимости основной деятельности и стоимости долга необходимо найти соответствующие денежные потоки, которые дисконтируются по ставкам, демонстрирующим риск и альтернативные издержки денежных потоков. Данная модель часто применяется при оценке компаний, обладающих диверсифицированным бизнесом, так как она даёт возможность провести анализ и оценку конкретных компонентов бизнеса, которые формируют стоимость предприятия, а также определить различные инвестиционные и финансовые источники создания стоимости для акционеров и потенциальных инвесторов. [4] Стоимость основной деятельности равна приведенной стоимости ожидаемого в будущем свободного денежного потока. В свою очередь:

Таблица 1 - Традиционные финансовые коэффициенты

Название	Формула	Значение
Коэффициент финансовой зависимости	$ER = EQ / TA$ где EQ – собственный капитал и резервы; TA – имущество организации: валюта аналитического баланса-нетто.	Показывает, насколько активы предприятия финансируются за счет заемных средств.
Коэффициент концентрации заемного капитала	$R_{D/A} = (STD + LTD) / TA$ где STD - краткосрочные кредиты и займы. LTD - долгосрочные кредиты и займы	Показывает часть заемного капитала в общем размере финансовых ресурсов предприятия
Коэффициент маневренности собственного капитала	$RM = WC/EQ$ где WC - собственные оборотные средства	Характеризует, какая доля источников собственных средств находится в мобильной форме
Коэффициент структуры долгосрочных	LTD/FA где FA - внеоборотные активы	Показывает долю, которую составляют долгосрочные обязательства в объеме

вложений		внеоборотных активов предприятия.
Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств	$LTD/(EQ + LTD)$	Показывает, какая часть в источниках формирования внеоборотных активов на отчетную дату приходится на собственный капитал, а какая на долгосрочные заемные средства.
Коэффициент структуры заемного капитала	$LTD/(STD + LTD)$	Показывает, из каких источников сформирован заемный капитал предприятия.
Коэффициент финансового рычага	$FL = (CL + LTD) / EQ$	Косвенно характеризует финансовый риск организации.
Коэффициента процентного покрытия	$TIE = EBITDA / Interest$ где <i>EBITDA</i> - операционная прибыль до начисления амортизации по долгосрочным активам. <i>Interest</i> – сумма процентов к выплате	Характеризует степень покрытия процентных выплат, генерируемой операционной прибылью.

Свободный денежный поток = Посленалоговая прибыль от основной деятельности + Неденежные отчисления – Инвестиции в оборотный капитал, основные средства и прочие активы.
Стоимость компании = Стоимость отдельных бизнес единиц + Стоимость производительных (создающих деньги) корпоративных активов – Издержки корпоративного центра – Стоимость долга и привилегированных акций компании

Оценка синергии на основе денежного потока в варианте, предложенным Брейли и Майерсом:

Ожидаемая чистая выгода = Дисконтированный денежный поток компании-цели, включая выгоды слияния – Денежные средства на оплату покупки

Любой аналитик, используя модель дисконтированного денежного потока, должен быть очень внимательным, так как может чересчур оптимистично оценить стоимость компании и тем самым допустить ошибку. Однако, с другой стороны, вполне стоящее слияние может не произойти, если поглощаемая компания будет недооценена.

Модель экономической прибыли. В данной модели стоимость компании рассчитывается как сумма величины инвестированного капитала и надбавка в размере приведенной стоимости, формируемой в последующем году [4]. Модель экономической

прибыли имеет преимущество перед моделью дисконтированного денежного потока. Оно состоит в том, что экономическая прибыль наглядным образом демонстрирует итоги деятельности компании в любом отдельно взятом году, тогда как свободный денежный поток в любом году определяется весьма произвольными инвестициями в основные средства или оборотный капитал. Руководство компании имеет возможность «подправить» показатель свободного денежного потока данного года в ущерб долгосрочному инвестированию. Экономическая прибыль – это мера стоимости, создаваемой компанией в единичный период времени.

$$\text{Экономическая прибыль (EP)} = \text{инвестированный капитал} * (\text{ROIC} - \text{WACC}),$$

где: **ROIC** – рентабельность инвестированного капитала; **WACC** – средневзвешенные затраты на капитал.

$$\text{Экономическая прибыль} = \text{NOPLAT} - \text{Инвестированный капитал} * \text{WACC},$$

где: **NOPLAT** (*net operating income less adjusted tax*) – чистая операционная прибыль после вычета налогов).

Экономическая прибыль и бухгалтерская чистая прибыль концептуально равны между собой, однако при этом учитываются как проценты по долгу, так и платежи за капитал.

Стоимость компании в модели экономической прибыли равна:

$$\text{Стоимость компании} = \text{Инвестированный капитал} + \text{Приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли}^1, \\ \text{Приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли} = \text{EP} / \text{WACC}$$

По мнению Р.Брейли и С.Майерс, в начале анализа слияния и поглощения необходимо определить рыночную стоимость компании–цели как самостоятельной единицы (PV_B). Следовательно, необходимо выяснить, почему две или более компаний, объединившись, будут стоить дороже, чем по отдельности; оценить при этом потенциальные экономические выгоды и потери. В своем анализе они вводят понятие «экономическая выгода», которая возникает тогда, когда стоимость компании, образованной в ходе сделки по слиянию, выше суммы стоимостей компаний до их

¹ не относятся денежные потоки, связанные с финансированием (процентные или дивидендные платежи)

слияния. Другими словами, перечисленные выгоды представляют в купе синергетический эффект:

$$\text{Выгоды} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB}$$

где: *A* – поглощающая компания; *B* – поглощаемая компания.

Слияние экономически оправдано, если выгоды имеют положительное значение.

$$\text{Издержки для A} = \text{оплата} - PV_B$$

Для компании *A* чистая приведенная стоимость от поглощения компании *B* измеряется разностью между выгодами и издержками:

$$NPV = \text{Выгоды} - \text{Издержки} = \Delta PV_{AB} - (\text{Денежная оплата} - PV_B)$$

Поглощение со стороны компании *A* будет считаться оправданным, если чистая приведенная стоимость имеет положительное значение.

Используя вариант расчета чистой стоимости поглощения NAV¹, предложенный П.Гоханом, благодаря синергии объединенная компания может получить положительную стоимость поглощения.

$$NAV = V_{AB} - [V_A + V_B] - P - E,$$

где: *V_{AB}* – объединенная стоимость двух компаний; *V_B* – рыночная стоимость акций компании *B*; *P* – премия, выплаченная за компанию *B*; *E* – издержки процесса поглощения; *V_A* – оценка компанией *A* своей собственной стоимости.

$$\text{Преобразовав, получим: } NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P+E)$$

Значение, представленное в квадратных скобках, является синергетическим эффектом. Для того чтобы окупить сделку по слиянию, данный эффект должен быть больше, чем «*P+E*».

Оценка стоимости компании и возможных синергетических эффектов играет важную роль, так как только небольшая доля компаний получает от слияний и поглощений то, что ожидает. [8] Во многом это происходит из-за того, что многие из них переоценили потенциал синергетического эффекта и тем самым заплатили за приобретение компании больше, чем она действительно стоит. Большая часть образуемой акционерной стоимости при слиянии, как правило, достается не акционеру. Продавец получает от покупателя дополнительную стоимость, которая создается по итогам слияния или поглощения, в виде премии – она варьируется от 10% до 35% рыночной стоимости поглощаемой компании до объявления сделки. Главная причина кроется в том, что приобретающая сторона

¹ NAV - net acquisition value

переоценивает синергию, возникающую в результате слияния или поглощения компаний, которая может проявиться благодаря экономии на масштабах производства, внедрению новейшей и единой системы контроля качества производства и других передовых технологических и управленческих инноваций, которые также могут оказать стимулирующее воздействие на обе компании по отдельности.

Наиболее упрощенный анализ эффективности слияния или поглощения компаний состоит из 4 этапов [4]:

- прогнозирование денежного потока;
- определение уровня дисконтной ставки или цены капитала для оценки прогнозируемого денежного потока;
- оценку реальной стоимости приобретаемой фирмы;
- сравнительный анализ полученных данных;

При прогнозировании денежного потока можно применить формулу:

$$CF = CF_1 / (1 + r)^1 + CF_2 / (1 + r)^2 + \dots + CF_n / (1 + r)^n + TV / (1 + r)^n,$$

где: **CF** – сумма, которую мы можем себе позволить затратить на инвестиции; **CF_{1,2, ..., n}** – денежные потоки (прибыль на кассовой основе) проекта в годы 1, 2, ..., n; которые вычисляются на основе данных прогнозного отчета о прибылях и убытках (*income statement*).

Таблица 2 - Сравнительный анализ методов оценки стоимости объекта сделки слияния и поглощения

	Доходный метод	Сравнительный метод	Затратный метод
Условия применения	-наличие в настоящем/будущем контроля над компанией или способность продать миноритарный пакет; -приток денежных средств связан с прибыльностью компании -наличие детальной информации о бизнесе объекта	-наличие в настоящем/будущем контроля над компанией или способность продать миноритарный пакет -наличие сопоставимых компаний	-наличие в настоящем/будущем контроля над компанией или способность продать миноритарный пакет; -отрицательные доходы бизнеса -наличие детальной информации о затратах компании на приобретение объекта
Достоинства	-позволяет учесть индивидуальные особенности и риски бизнеса	-математически простая модель -возможно использовать при	-возможно использовать при отрицательных доходах

	-позволяет определить синергетический эффект -возможно использовать при отсутствии сопоставимых компаний	отрицательных доходах и отсутствии детальной информации	- возможно использовать при отсутствии сопоставимых компаний
Недостатки	-математическая сложность построения -значительная стоимость в постпрогножном периоде -очень чувствительна к оценке WACC --невозможно использовать при отрицательных доходах	-различие бухгалтерских принципов и манипуляции приводят к искажению используемых параметров; - отсутствие идентичных компаний -индивидуальные риски не учитываются -сложности в определении потенциальной синергии	-многие индивидуальные риски не учитываются -сложности в определении потенциальной синергии

На первом уровне оценки считается, что денежный поток равен сумме чистой прибыли (net income) и амортизации (depreciation).

TV – конечная стоимость предприятия, создаваемого в рамках проекта. На первой стадии это остаточная стоимость оборудования, которое можно продать по окончании проекта;

r – норма дисконта (в дословном переводе нормы уценки). С помощью нормы будущие денежные поступления приводятся к конкретному времени.

$$r = RFR + \beta * (Rm - RFR),$$

где: **RFR** (risk free rate) – безрисковая ставка по инвестициям (в США – ставка по государственным облигациям); **beta** (β) – мера относительного риска нашей акции по отношению к среднерыночному риску; **Rm** (market rate) – доходность среднерыночной ценной бумаги.

Рыночная стоимость компании представляет собой денежную величину, по которой объект оценки может быть реализован на открытом рынке, то есть в условиях конкуренции. Существует три стандартных подхода к оценке рыночной стоимости компаний. Их сравнительная характеристика представлена в таблице 2[7].

Сравнение дисконтируемого денежного потока и стоимости компании будет оправдано, если $CF > MV$ (market value).

Эффекты синергии могут быть двух типов: операционные и финансовые. Количественный расчет синергии можно провести по формуле:

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex + \Delta Debt$$

где: $\Delta FCFE$ - (*free cash flow to equity*) – поток денежных средств для акционеров; ΔS (*sales*) – прирост выручки; ΔC (*costs*) – экономия на расходах; ΔT (*tax*) – экономия на налоге на прибыль; $\Delta Capex$ (*capital expenditure*) – экономия на капиталовложениях; ΔNWC (*net working capital*) – экономия на инвестициях в оборотный капитал; $\Delta Debt$ - прирост чистого долга.

Таким образом, проведенное слияние или поглощение можно считать экономически выгодными только тогда, когда рыночная стоимость компании в конечном итоге выше, чем сумма рыночных стоимостей составляющих её предприятий до их объединения, что и представляет собой синергетический эффект. [8]

В данной работе были рассмотрены теоретические основы проведения сделок по слиянию и поглощению. В статье показано, что возможности успеха проведения сделки во многом определяются на ранней стадии – при анализе роли планируемой сделки в рамках долгосрочной стратегии компании. Кроме того, конкретные мотивы осуществления слияния и поглощения, как правило, влияют на его эффективность. На конечном этапе проведения сделки необходимо корректно провести интеграцию объединённых предприятий, что поспособствует их наилучшему дальнейшему развитию. Проведя анализ методов подсчета стоимости компании, можно заключить, что модель денежного потока является наиболее подходящим вариантом для оценки финансового положения компании, а модель экономической прибыли дает возможным образом оценить способность компании эффективно осуществлять свою операционную деятельность.

Список литературы:

1. Обзор КПМГ – “Рынок слияний и поглощений в России в 2011 году”, март 2012г.
2. Blattberg R. "Customer equity: building and managing relationship as valuable assets", 2001. – 113 с.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. -М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 348 с.
4. Лысенко Д.В. «Анализ эффективности слияний и поглощений» апрель 2008.
5. Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева «Экономический анализ слияний/поглощений компаний», КНОРУС М.2010 – 67 с.

6. Экономический анализ. Басовский Л.Е., Лунева А.М., Басовский А.Л. М.: Инфра-М, 2008. — 222 с.

7. Пирожков А.Н. Анализ рисков в сделках слияний и поглощений /диссертация // Москва 2005. – 156 с.

8. Павловский М. Синергетический эффект слияний // Слияния и поглощения. -2005.-№1

9. Куприянова Л.М., Осипова И.В. Бухгалтерский баланс - важнейший источник информации для оценки развития бизнеса. // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 40. С. 45-59.

10. Бердников В.В., Гавель О.Ю. Развитие аналитических процедур в оценке и мониторинге инновационно-инвестиционных проектов / Экономика. Бизнес. Банки. 2013. № 1. С. 63-77.

11. Гавель О.Ю. Об использовании бенч-маркинга в качестве инструмента оценки конкурентоспособности бизнес-моделей / Экономика. Бизнес. Банки. 2014. № 2 (7). С. 37-49.

References:

1. KPMG review – “The Russian mergers and acquisitions market in 2011”, March 2012.

2. Blattberg R. "Customer equity: building and managing relationship as valuable assets", 2001. – p. 113.

3. Brealey R.A., Myers S.C. Principles of Corporate Finance, Olymp – business, 1997. – p.348.

4. Lysenko D.V. "Analysis of the effectiveness of mergers and acquisitions" April 2008. – p.63.

5. Endovitsky D.A., Sobolev V.E. "Economic analysis of mergers / acquisitions," KNORUS M.2010 – p.67.

6. Basovski L.E., Lunev A.M., Basovski A.L. “Economic Analysis”, М.: INFRA-М, 2008. – p. 222.

7. PyrozHKov A.N. “Risk analysis in the mergers and acquisitions” / Thesis // Moscow, 2005. – p.156.

8. “Synergistic effect of mergers // Mergers and Acquisitions” - 2005.-№1. М. Pawlowski. – p. 27.

9. Kupriyanova L.M., Osipova I.V. Balance sheet is the most important source of information for assessing the development of the business. / Financial Analytics: problems and solutions. 2014 # 40. P. 45-59.

10. Berdnikov V.V., Gavel O.Yu. Development of analytical procedures in the assessment and monitoring of innovation and investment projects/economy. Business. Banks. 2013 # 1. S. 63-77.

11. Gavel O.Yu. About the use of bench-markinga as a tool for assessing the competitiveness of the business models/economy. Business. Banks. 2014 # 2 (7). С. 37-49.