

## СОЗДАНИЕ СТОИМОСТИ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

А. П. Кардаш

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации*

Поступила в редакцию 26 марта 2013 г.

**Аннотация:** *статья содержит анализ процесса создания стоимости в рамках сделок слияний и поглощений. Автор анализирует основные факторы, влияющие на процесс создания стоимости для компании-покупателя, и способы управления данными факторами.*

**Ключевые слова:** *создание стоимости, сделки слияния и поглощения, оценка, менеджмент.*

**Abstract:** *this article presents an analysis of value creation process in mergers and acquisitions. The author analyzes main factors which influence on value creation process for buyers and methods to manage them.*

**Key words:** *value creation, deals mergers and acquisitions, valuation, management.*

Сделки слияния или поглощения являются важным источником роста компаний и важным элементом их динамического развития. Поглощения позволяют передать компанию в руки более эффективного собственника или менеджера, или снижают избыточные мощности, помогают создать существенную стоимость как для экономики в целом, так и для собственников и инвесторов компании.

Данный эффект наблюдается, в основном, в увеличении совокупного денежного потока большинства компаний, проводивших сделки по слиянию или поглощению. Однако распределение созданной стоимости является неравномерным, причем продающая сторона зачастую получает большую часть созданной стоимости.

Хотя статистически большинство поглощений не создает стоимости для покупающей стороны, данный анализ неприменим для топ-менеджмента, принимающего решения о заключении той или иной сделки.

В общем случае сделки поглощения создают стоимость, когда денежные потоки двух компаний выше, чем они были бы у двух компаний, если бы сделки не было (рассматриваемые на так называемом stand-alone базисе). Часть этой стоимости будет передаваться акционерам компании-покупателя, если только не имела место существенная переплата за компанию-таргет.

Стоимость, созданная для акционеров покупающей стороны, может быть рассчитана как разница между стоимостью, полученной покупателем, и ценой, которую он заплатил за компанию. Стоимость, созданная для акционеров, в свою очередь рассчитывается как внутренняя стоимость компании на stand-alone базисе (в частности, как будто

компания управляется предыдущим менеджментом) и текущая стоимость всех улучшений деятельности компаний, которые будут происходить после сделки, и, в свою очередь, проявятся в увеличении денежных потоков компании-таргета.

Стоимость сделки определяется как рыночная стоимость компании-таргета плюс (минус) премия (дисконт), уплаченная, чтобы убедить акционеров продать компанию, или, в случае дисконта, полученная в результате грамотного переговорного процесса по результатам комплексной проверки (duediligence) и оценки стоимости бизнеса.

Если стоимость на stand-alone базисе компании-таргета равна ее рыночной стоимости, покупатель создает стоимость для своих акционеров только тогда, когда стоимость улучшений, привносимых в компанию, выше премии, уплаченной за компанию. Рассматривая данное уравнение, легко понять, почему сделки слияния и поглощения создают стоимость в основном только для продавцов. Если покупатель уплатил премию 30 % за компанию и при этом комбинированная компания не может принести дополнительные денежные потоки, которые создадут более 30 % стоимости, то вся выгода уходит продавцу.

Вопрос, создают ли сделки слияния и поглощения дополнительную стоимость, изучался различными учеными и исследователями долгое время. В частности, компания McKinsey исследовала 1 415 сделок в период с 1997 по 2009 г. По результатам анализа сделан вывод о том, что общая стоимость компаний (покупателя и таргета) увеличивалась в среднем на 4 % [1]. С другой стороны, эмпирические исследования реакции рынков капитала на объявления о сделке слияния или поглощения показывают, что цена акции компании покупателя падает в среднем на 1–3 %

после объявления о сделке [2]. Данный эффект объясняется, в основном, тем, что инвесторы в краткосрочной перспективе прогнозируют отток денежных средств у покупателя на покупку компании, что неотвратно приводит к снижению внутренней стоимости акции. Оправдана ли покупка или нет, можно будет судить только в среднесрочной или даже в долгосрочной перспективе, и тогда стоимость акции вернется на свой прежний уровень.

Другой способ провести анализ данной проблемы – это рассчитать процент сделок, которые создают стоимость для акционеров компании-покупателя. Анализ компании McKinsey показал, что одна треть сделок создает стоимость, одна треть – не создает, в оставшихся сделках результаты не позволяли сделать определенный вывод [1].

Консалтинговая компания PwC в своем исследовании утверждает, что созданная стоимость в сделках является, прежде всего, производной функции по результатам операционной деятельности компаний, ожидаемых синергий, успеха от интеграции компаний и прочих факторов [3]. Покупатели и продавцы при совершении сделок должны обращать особое внимание на разрыв между ценой и созданной стоимостью, так как именно этот разрыв в конечном итоге позволяет определить победителей и проигравших от сделки.

Многие исследователи совершали попытки определить факторы, которые влияют на успех сделки, для компаний-покупателей. Одна из научных работ выделяет три основных фактора:

1. Компании с сильными финансовыми показателями более успешны в поглощениях. Компании, чья прибыль и цена акций росли выше рынка в последние три года до поглощения компании, статистически получали существенный доход от роста акций при оглашении сделки.

2. Низкие премии по отношению к цене. Исследователи утверждают, что компании, которые уплатили существенную премию за компанию, получают убыток от падения котировок при оглашении сделки.

3. Быть единственным покупателем. Несколько исследований показали, что доходность акций компаний покупателей имеют отрицательную корреляцию с числом покупателей в сделках [4].

Следует также учитывать факторы, которые не влияют на создание (или разрушение) стоимости компании:

1. Размер компании-покупателя по сравнению с размером компании-таргета.

2. Влияние транзакции на показатель EPS.

3. Аффилированность между компанией-продавцом и таргетом.

Эмпирические исследования проясняют следующую закономерность: в сделках слияния и поглощения, как и во многих других сферах, нет единого совета для применения. Успешность той или иной сделки для покупателя зависит от множества факторов, многие из которых лежат вне экономической науки и носят, в частности, политический характер.

Тем не менее можно выделить несколько стратегических концепций, которые позволяют создать стоимость для покупателя:

1. Улучшить операционные показатели компании-таргета. Данная стратегия является основополагающей для успешных фондов прямых инвестиций. Многочисленные исследования консалтинговых компаний показывают, что создание стоимости компании ускоряется при участии в ее капитале фондов частных инвестиций. Так, компания E&Y в своем исследовании «Как фонды частных инвестиций создают стоимость» указывает тот факт, что участие фондов частных инвестиций помогает компаниям проходить через периоды кризисов и построить более эффективный бизнес, так как нацелено в первую очередь на создание стоимости компании [5].

2. Получить доступ компании к одному или нескольким перспективным рынкам для продукции. Зачастую небольшие компании имеют инновационный продукт, но не имеют возможности для реализации своей продукции из-за нехватки ресурсов. Покупка такой компании открывает возможности для выхода на рынок для таргета и дает доступ компании-покупателю к новой технологии. Данные факторы позволяют создать существенную стоимость обоим участникам сделки.

3. Получить технологии по цене ниже стоимости их разработки. Разработка необходимой технологии является трудозатратным и дорогим процессом, который подразумевает существенные транзакционные издержки для крупных компаний. Иногда намного проще и дешевле приобрести небольшую узкоспециализированную компанию, обладающую необходимой технологией, чем создавать данную технологию с нуля. Такая тенденция характерна для высокотехнологичного бизнеса, где покупка стартапов является привычной практикой.

4. Покупка стартапов на ранних стадиях. Данная стратегия относится к высокорисковой, так как не каждая технология приносит успех. При этом

успешные стартапы стремительно увеличивают свою стоимость. Поэтому приобретение подобного рода компании создаст тем больше стоимости, чем раньше покупка будет совершена. Стратегия подразумевает работу в трех направлениях:

- компания-покупатель должна быть готова совершить инвестицию задолго до того, как конкуренты и рынок в целом увидят потенциал данной технологии;

- менеджмент должен быть готов сделать ставку на несколько технологий, подразумевая, что некоторые из технологий не будут работать;

- менеджмент должен иметь опыт «воспитания» бизнеса на начальной стадии.

Корректная оценка стоимости бизнеса и глубокое предпродажное исследование являются техническим, но не менее важным фактором в процессе сделки. Корректная оценка рисков, которые будут отражены в финансовой модели покупки компании, поможет определить цену для переговоров и не заплатить существенную премию, которая, как было указано выше, не позволит создать стоимость для инвесторов.

Менеджмент компаний-покупателей часто ориентируется на влияние покупки на бухгалтерские показатели вместо того, чтобы фокусироваться на создании стоимости от сделки. Исследование 117 сделок в США показали, что уменьшение или увеличение чистой прибыли компании-покупателя после завершения транзакции не являлось основным фактором для рассмотрения рынками капитала. Вне зависимости от того, каким был показатель EPS,

через 2 года после сделки в 41 % случаев реакция рынков капитала была положительной [6].

Вопрос, создаст ли сделка стоимость или нет, не должен сужаться до грубых бухгалтерских показателей увеличения или уменьшения показателя чистой прибыли. Единственным подходящим показателем для измерения увеличения стоимости является долгосрочный эффект от покупки на совокупные денежные потоки двух компаний.

Хотя разные стратегии покупки компаний могут помочь предвидеть сделки, которые создадут стоимость, в итоге каждая сделка создает или разрушает стоимость благодаря своим уникальным возможностям увеличивать (или уменьшать) денежные потоки в тех или иных индустриальных и макроэкономических обстоятельствах.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. *Rehm W.* A strong Foundation for M&A in 2010 / W. Rehm, C. B. Siversten // *McKinsey on Finance* 34. – 2010. – P. 17–22.

2. *Moeller S. B.* Do Shareholders of Acquiring Firms Gain From Acquisitions? / S. B. Moeller, F. P. Schlingemann, R. M. Stulz. – Ohio, 2003. – Working Paper № W9523.

3. *Uncovering blind spots in deal valuations.* Август 2012. – Режим доступа : <http://www.pwc.com>

4. *Morck R.* Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Finance* 45. – 1990. – P. 31–48.

5. *Branching out. How do private equity investors create value? A study of European exits.* – Режим доступа: <http://www.ey.com>

6. *Dobbs R.* Merger Valuation : Time to Jettison EPS / R. Dobbs, B. Nand, W. Rehm // *McKinsey on Finance* 34. – 2005. – P. 17–22.

*Финансовый университет при Правительстве  
Российской Федерации*

*Кардаш А. П., аспирант кафедры оценки и  
управления собственностью*

*E-mail: Alexander.kardash@gmail.com*

*Тел.: 8-965-295-52-99*

*Finance University under the Government of Russian Federation*

*Kardash A. P., Post-graduate Student of the Valuation and Property Management Department*

*E-mail: Alexander.kardash@gmail.com*

*Tel.: 8-965-295-52-99*