

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ И РЕОРГАНИЗАЦИИ КОМПАНИЙ (СТОИМОСТНЫЙ ПОДХОД)

Аскандарян А.О., к.э.н., доцент

*Финансовая академия при Правительстве РФ*

В экономической литературе и на практике проблему реструктуризации собственности и реорганизации предприятий в основном связывают с кризисом в организации. В этом смысле реструктуризация и реорганизация рассматривается как эффективный инструмент вывода предприятий из кризиса, т.е. как инструмент антикризисного управления.

В отличие от концепции максимизации прибыли, концепция стоимостного подхода к управлению дает возможность по-иному взглянуть на процесс реструктуризации и реорганизации предприятий, на саму возможность проведения этих мер, а также на теоретические основы реструктуризации и реорганизации предприятий.

Неотъемлемой частью концепции управления стоимостью является стоимостная оценка: оценка созданной стоимости компании и возможностей ее увеличения в результате структурной и организационной перестройки компании; оценка стоимости альтернативных стратегий компании и стоимости конкретных программ в рамках этой стратегии. С этой точки зрения процессы реструктуризации и реорганизации выступают способом повышения стоимости компании, и необходимость их применения не продиктована кризисом, наступающим или наступившим. Стоимость – ее создание, оценка, взаимосвязи – составляет суть методов управления стоимостью.

Если при стоимостной оценке компании выясняется, что между стоимостью, которую фактически создает компания, и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостный разрыв, то это уже означает наличие возможности реструктуризации и реорганизации. Стоимостный разрыв – это разница между текущей дисконтированной стоимостью прогнозируемых денежных потоков при сохранении существующих условий и текущей дисконтированной стоимостью денежных потоков при реструктуризации и реорганизации компании.

Важно отметить, что наличие этой разницы не означает, что компания не получает прибыль, и уж тем более не доказывает, что обязательно наступит кризисная ситуация.

То есть предкризисная или кризисная ситуации, безусловно, предполагают существование стоимостного разрыва, но наличие стоимостного разрыва не означает наступление предкризисной или кризисной ситуации.

Можно говорить о предполагаемом кризисе, если прослеживается тенденция снижения стоимости компании, если, конечно она не обусловлена внешними факторами, и не носит прогнозируемый временный характер (циклические сезонные колебания).

Независимо от того, кто выступает инициатором реструктуризации, целью ее является повышение эф-

фективности деятельности и увеличение рыночной стоимости компании.

Стоимостный анализ компании при реструктуризации фактически сосредотачивается на том, как выделить ту часть обоснованной рыночной стоимости, которая необходима для осуществления планируемой деятельности, а остальные ресурсы, не являющиеся необходимыми для выполнения основных задач новой компании, обратить в денежный поток.

Очевидно, что с этой точки зрения необходимо установить стоимость отдельных частей рассматриваемой компании, тщательно исследуя каждую предпринимательскую единицу и все принадлежащие ей активы существенного размера, а затем найти путь, позволяющий не только улучшить характеристику денежных потоков от производственной деятельности, но и определить рыночную стоимость тех ресурсов, от которых можно избавиться.

С аналитической точки зрения этот метод аналогичен определению текущей стоимости. Главное отличие — расчеты, в которых делается скидка на будущее увеличение денежных потоков, а также учитывается стоимость подразделений или излишков активов, от которых фирма избавилась.

Главное, что привлекает инициатора реструктуризации, — конечно же, получение контроля над более высокими суммами денежных потоков.

Отметим еще два аспекта, которые влияют на общую картину. Если компания в результате реструктуризации переходит к другому владельцу (при слиянии или поглощении), то база для расчета износа и амортизации соответствующих активов обычно растет, так как сделка осуществляется по более высоким ценам. Такое увеличение из-за эффекта налоговых льгот увеличит общую сумму денежных потоков, поскольку налог на прибыль уменьшится.

Также если из-за реструктуризации увеличится "плечо" финансового рычага (что обычно и происходит при финансировании за счет увеличения долга), то это благоприятно отразится на доходности собственного капитала даже при уменьшении стоимости денежных потоков. Стоимость изменится из-за увеличения рискованности, так как стоимость долга — одна из составляющих средневзвешенной стоимости капитала — вырастет, а ставка дисконтирования упадет, таким образом, текущая дисконтированная стоимость снизится.

Таким образом, сама возможность реструктуризации и реорганизации кроется в существовании стоимостного разрыва компании, а необходимость проведения этих мероприятий обусловлена стремлением повысить рыночную стоимость компаний, собственного капитала.

Другой важный вопрос в области реструктуризации и реорганизации компаний – это методологический подход. Дело в том, что все попытки исследовать данную проблему на основе теории равновесия приводят к противоречиям в рассуждениях, и более того, применительно к российской действительности, на многие вопросы эта теория не дает ответа. Попытаемся к некоторым проблемам, связанным с реструктуризацией и реорганизацией компаний, подходить с учетом современной ситуации, которая характеризуется не равновесием, а наоборот – высокими темпами экономических изменений.

Результатом нормального развития компании является расширение. Для осуществления таких целей, как удовлетворение спроса на свою продукцию, открытие новых производств, освоение новых областей услуг, использование новых, перспективных возможностей на освоенных и новых рынках, с существующими и новыми видами продукции, необходима новая стратегия, позволяющая реализовать их. Это, в свою очередь, может потребовать решения задач, связанных с организационной структурой – «линии» подчинения функциональных единиц, стиль и процесс управления, кадровая политика, «зоны» контроля руководителей разных уровней.

Иначе говоря, процесс расширения можно понимать не только как внутреннюю экспансию, которая характеризуется приобретением активов. Предприятия также вовлекаются в процесс внешней экспансии, которая характеризуется приобретением предприятий, т.е. внешним расширением, когда все существенные виды деятельности двух компаний объединяются в рамках единой собственности.

Этот процесс называется слиянием и, как показывает мировая практика, повышение активности в области слияний компаний совпадает с относительно высокой активностью фондового рынка и с высокими курсами акций.

Экономика США пережила четыре больших периода слияний. Для российской экономики это относительно новое явление. Надо отметить, что существующие законы, регламентирующие порядок механизмов слияний компаний, нуждаются в совершенствовании. В этой области практика ушла дальше от соответствующей нормативно-правовой базы. Кроме того, проблема заключается также в отсутствии необходимой методологической базы, экономически обоснованных механизмов управления процессами слияний, научно обоснованных инструментов реализации целей и задач слияний компаний. Безусловно, опыт стран, переживших не одну волну слияний, полезен, но российская экономическая действительность требует учета особенностей развития национального рынка, а также процессов, связанных с глобализацией экономики на международном уровне.

Для каждой волны слияний, например в США, был характерен определенный тип:

- 1887 - 1904 гг. – горизонтальные слияния;
- 1916 - 1929 гг. – преобладал вертикальный тип слияний;
- 1968 - 1969 гг. – в основном наблюдался конгломератный тип слияний;
- с 1980 г. происходящие финансовые слияния крупнейших корпораций завершились с наступлением биржевого краха в октябре 1987 г.

На современном этапе развития российской экономики процессы слияний предприятий происходят на фоне продолжающейся инфляции, нестабильности в социальной и политической сферах. Продолжается приватизация бывших государственных предприятий, начаты, но не завершены широкомасштабные реформы в энергетическом комплексе и др. комплексах народного хозяйства. Инвестиционный рынок неактивен. Продолжаются процессы глобализации и интеграции России в мировую экономику.

Главной особенностью современного этапа развития является неопределенность и повышенная чувствительность экономики России к факторам внешней сре-

ды. Это также справедливо и для корпоративного бизнеса в целом.

С учетом этих обстоятельств в исследованиях в области теоретических основ слияний компаний прослеживается неадекватность подхода к экономическим изменениям ортодоксальной теории. Характер продуктивных теоретических построений в экономической науке в современных условиях меняется коренным образом. Возрастает потребность в эволюционной теории экономических изменений.

Кроме того, полная оторванность – концептуальная изоляция экономической науки от родственных ей общественных дисциплин – психологии, социологии и политологии и др. Многие открытия в этих областях помогают иначе взглянуть на причины и цели таких процессов, как реорганизация и реструктуризация при слияниях компаний. Например, исследователи поведения организаций показали, что происходящее внутри организаций лишь в первом приближении определяется технологией. А множество фактов свидетельствуют о процессах принятия решений в организациях, противоречащих идее максимизации прибыли.

Для изучения таких явлений, как вступление на рынок, уход с него, слияние фирм и изменение стратегии необходимы разработка и исследование таких эволюционных моделей, в которых стратегии фирм включают реакции на действия конкурентов и время от времени претерпевают инновационные изменения на основе более обстоятельного анализа поведения конкурентов.

Одна из концепций эволюционной теории экономических изменений основана на идее организационной рутины. Смысл ее заключается в следующем: в любой период организации обладают множеством способов ведения дел и способов определения того, что делать и как делать. Следовательно, потенциальные возможности и выбор – это близкие друг другу характеристики фирмы. Утверждение о том, что поведение фирмы управляется рутинной, означает, что класс вещей, которые фирма делает сейчас или проделала недавно, заслуживает совершенно иного концептуального статуса, чем гипотетическое множество абстрактных возможностей, якобы доступных фирме с точки зрения внешнего наблюдателя. Важно признать, что гибкость рутинизированного поведения ограничена и что изменения в окружающей среде могут вынудить фирмы рискнуть своим существованием, при попытке модифицировать рутины.

Другая концепция – употребление термина «поиск» для обозначения всех видов деятельности организаций, которые связаны с оценкой текущих рутин и могут привести к их модификации, более радикальным изменениям или полной замене. Эти виды деятельности отчасти рутинны и предсказуемы, но они носят и случайный характер как с точки зрения создателя модели, так и с точки зрения организации, их предпринимающей.

Третья концепция – селекционная среда организации. Это целый комплекс факторов, воздействующих на благополучие организации и тем самым на ее рост. Селекционная среда определяется не только условиями, внешними относительно фирм в данной отрасли или секторе экономики, например условиями спроса на продукцию и предложения факторов производства,

но характеристиками и поведением других фирм в отрасли или секторе экономики.

Анализ и знание на этой основе истинного поведения компаний позволяет лучше понять законы эволюционного развития, которые управляют более крупными системами, включающими много компаний, взаимодействующих в определенной селекционной среде.

Данная теория – теория эволюционных экономических изменений, наряду с концепцией приведенной стоимости при планировании капиталовложений, а также метод стоимостной оценки являются методологической основой и помогают понять и эффективно использовать реструктуризацию и реорганизацию в качестве рыночного инструмента создания обоснованной рыночной стоимости компаний и ее повышения.

Рассмотрим некоторые аспекты одной из форм реорганизации, напрямую связанные с реструктуризацией и реорганизацией компаний, – слияние двух (или более) ранее независимых компаний.

Часто приобретение или поглощение компаний обосновывают ожидаемой экономической выгодой от синергического эффекта. Хотя многие исследования практических случаев и заставили сомневаться, всегда ли слияние фирм столь взаимовыгодно, как хотелось бы, логично предположить, что соединение двух отдельных предприятий, особенно принадлежащих к одной отрасли, может улучшить эффективность производственной деятельности.

Примерами синергического эффекта могут служить более полная загрузка производственных помещений, оборудования или торговых складов, устранение дублирующих транспортных маршрутов или объединение некоторых видов деятельности: маркетинга, торговли, обслуживания, управления. Эти преимущества возможны также и при объединении компаний, деятельность которых дополняет друг друга, или даже компаний, работающих в совершенно разных отраслях.

Синергический эффект может проявляться в двух направлениях. Прямая выгода – это ощутимое увеличение денежных потоков, то есть снижение издержек в результате объединения и сокращения оборудования, площадей и численности персонала, и более высокая величина контрибуции из-за упрочения позиции на рынке и увеличения размеров обслуживаемой территории. Конкретную величину прироста денежных потоков можно вычислить в процессе планирования приобретения или слияния компаний. Конечно же, качество таких оценок будет зависеть от того, насколько количественно измеримы возможности для улучшения деятельности. Скорее всего, в этом случае повлияют и налоговые льготы, и эффект рычага.

Косвенная выгода заключается в том, что акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора, а потому их рыночная стоимость, отражающая увеличение денежных потоков, возрастет. Аналитики фондового рынка и инвесторы обычно ожидают, что слияния, которые дают синергический эффект, не только сделают компанию более прибыльной, но и, возможно, ускорят ее рост, усилят ее позиции на рынке или уменьшат колебания прибыли – ведь цикличность деятельности одного предприятия компенсируется цикличностью другого.

Со временем такой пересмотр стоимости может снизить премию за риск компании, уменьшить затраты ее

капитала, а также улучшить ожидаемое значение соотношения цены и прибыли на акцию.

Увеличение прибыли, которое, возможно, получится в результате слияния компаний, можно увидеть в той степени, в какой оно поддается измерению. Для этого аналитики используют два прогнозных отчета о прибылях и убытках. В одном из них прогнозируемая чистая прибыль и денежные потоки показаны для каждой компании отдельно, а в другом – отражена деятельность объединенной компании со всеми воображаемыми улучшениями. Эти документы затем могут стать основой для сравнительного анализа, расчета стоимости различными методами, включая анализ текущей дисконтированной стоимости, а также для выявления расчетной величины синергического эффекта за каждый год – он отражен во втором из документов.

Иногда может быть полезно определить отдельно дисконтированную стоимость всех выгод от дополнительных денежных потоков, вызванных синергическим эффектом, которые содержатся в комбинированном прогнозном документе-отчете. Потом такую текущую стоимость можно использовать как грубый ориентир при проведении переговоров по сделке, так как стоимость этих дополнительных выгод, возможно, придется учесть при установлении надбавки, которую заплатит покупатель.

Наконец, в основе определения стоимости будет лежать комбинация анализа текущей дисконтированной стоимости, некоторых кустарных эмпирических правил и эффекта огромного множества разнообразных условий, как реально ощутимых, так и неосязаемых.

Если при приобретении или слиянии компаний осуществляется обмен акциями, задача определения стоимости становится значительно сложнее и выходит за рамки простого вычисления обоснованной рыночной стоимости денежных потоков. В этом случае возникает вопрос об оценке двух различных видов ценных бумаг, так же, как и нахождение такой пропорции между обмениваемыми акциями обеих фирм, которая отражала бы их относительную ценность. Более того, часто фирме-покупателю приходится выплачивать солидную надбавку сверх объективной стоимости приобретаемой компании.

Конечно, такая надбавка повлияет на фактическое отклонение от согласованного обеими сторонами соотношения между количеством обмениваемых акций. Принятое в конце концов решение о пропорциях при обмене, то есть о стоимости и надбавке, будет результатом переговоров и в некоторой степени – компромисса и взаимных уступок.

Так как при этом определяется стоимость акций двух компаний, то сложности, связанные с характером и объемом торгов на фондовом рынке, могут быть довольно серьезными. Если, например, большая, завоевавшая прочные позиции компания приобретает новую, быстрорастущую фирму, оценка рынком реальной стоимости акций компании-покупателя будет, скорее всего, гораздо более достоверной, чем оценка акций приобретаемой компании, которые не имеют широкого хождения и мало кому известны. Но даже если акции обеих компаний в одинаковой степени представлены на рынке, присущие им обеим особенности и различия в характере деятельности могут про-

являться также и в существенном отличии между соотношением цены и прибыли.

На деле это означает, что работа одной из компаний оценивается рынком ниже, чем работа другой. Такая разница повлияет на определение стоимости акций и величину окончательно согласованной цены.

Главная цель менеджеров любой компании - принимать такие решения в области финансовой, инвестиционной и производственной деятельности, которые приведут со временем к росту стоимости акционерного капитала.

То, что было сказано относительно определения стоимости денежных потоков фирмы и вопросов, связанных с реорганизацией, подтверждает, что менеджеры обязательно должны пересматривать стратегию и тактику, которыми руководствуется компания, проверяя, выполняет ли компания свою главную обязанность - создание инвестиционной стоимости акционерного капитала. Увеличение стоимости акционерного капитала зависит от осуществления экономических инвестиций, прибыльность которых превышает ставку доходности, приемлемую для инвесторов, а также от управления имеющимися ресурсами таким образом, чтобы и денежные потоки тоже превосходили ожидания инвесторов.

Несмотря на бурные изменения, которые происходят в последние годы, самым благоприятным его результатом стало то, что менеджеры заново открыли для себя основы управленческой науки. Фактически беспристрастная проверка - "взгляд со стороны" на эффективность использования ресурсов и относительный вклад каждого подразделения в общий результат - стала обычной практикой во многих компаниях.

В последние годы был разработан ряд методов определения стоимости предприятия, основанных на установлении связи между прошлыми и ожидаемыми будущими денежными потоками, с одной стороны, и рыночной стоимостью всей компании в целом, а также относительным уровнем цен на ее обыкновенные акции, с другой стороны. Такой подход, называемый стоимостным менеджментом (value management), используется различными консультационными фирмами, которые хотят проследить, какая взаимосвязь существует между действиями менеджеров и стоимостью акционерного капитала. Более того, эти методы относятся мышление с точки зрения денежных потоков к числу движущих сил настоящего менеджмента, так как они были задуманы для формирования набора внутренне согласованных экономических принципов, которые и должны направлять процессы планирования в компании, ее инвестиционную политику, выбор финансовых альтернатив и текущие решения, касающиеся производственной деятельности, в русло увеличения стоимости акционерного капитала.

Таким образом, проблема определения стоимости включает в себя два вопроса:

1. Прогнозирование доходов от использования активов.
2. Выбор экономического критерия для измерения этих доходов.

Стоимость имеет множество форм, но окончательная оценка бизнеса должна основываться на попытке выразить экономический компромисс между риском и

доходами в форме денежных потоков - полученных и израсходованных фондов.

Инвесторы подходят к определению стоимости предлагаемых вложений капитала в зависимости от своей индивидуальной склонности к риску. Таким образом, инвестиционная стоимость - это функция, зависящая от индивидуальных и коллективных склонностей к риску.

Методы определения стоимости бизнеса, по своей сути, — это способы, с помощью которых можно попытаться представить имеющиеся в распоряжении аналитика объективные данные в количественном виде. Такое количественное определение всегда остается частично субъективным, а частично подверженным воздействию сил, не подвластных конкретным участникам сделки.

Хотя показатели фондового рынка и относятся к конкретному моменту, стоимость обыкновенной акции в любое время зависит от комбинации переменных величин: остаточных требований, будущих ожиданий, оценки общего и специфического риска - и подвержена влиянию экономических и коммерческих условий, а также решений менеджеров и Совета директоров.

Причины искажения стоимости бизнеса те же, что и других типов финансового анализа:

- изменение уровня цен;
- условности бухгалтерского учета;
- экономические условия;
- изменения рыночной конъюнктуры;
- множество других субъективных трудноуловимых факторов.

Определение стоимости компании при ее слиянии (поглощении) - одна из наиболее сложных задач, с которой только может столкнуться аналитик. Оно требует навыков прогнозирования прибыли и денежных потоков, оценки степени риска и интерпретации влияния комбинации методов стоимостного управления, объединения производственной деятельности и совместного использования ресурсов.

Создание и повышение стоимости компании (акционерного капитала) — это предельное выражение успешной инвестиционной, производственной и финансовой деятельности, осуществляемой менеджерами в рамках экономической сферы. Однако связь между текущей и прогнозируемой деятельностью компании в этой сфере и рыночной стоимостью ее обыкновенных акций в конкретный момент времени может не быть прямолинейной или непосредственно измеримой из-за комбинаций сил, действующих на фондовом рынке.

Далее рассмотрим некоторые вопросы, связанные с подходом к анализу и оценке слияния (поглощений).

Процесс слияния аналогичен покупке другой компании, а также связан с инвестициями средств. Поэтому при оценках можно применять основные принципы принятия решений о долгосрочных вложениях. Такую покупку следует предпринимать, если эта операция увеличит благосостояние акционеров. Однако слияния зачастую с трудом поддаются оценке:

- во-первых, необходимо тщательно определить выгоды и издержки;
- во-вторых, покупка компании существенно сложнее покупки нового оборудования, так как при слиянии возникают особые налоговые, правовые и бухгалтерские проблемы;

- в-третьих, надо принимать во внимание тактические приемы наступления и защиты, которые часто применяются при враждебных поглощениях;
- наконец, необходимо анализировать как причины слияния, так и его следствия - кто из участников вероятнее всего извлечет из него прибыли, а кто понесет убытки.

На практике чаще всего оценку и анализ слияния или поглощения начинают с прогноза будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. В прогноз включают любое увеличение доходов либо снижение затрат, обусловленное поглощением, и затем дисконтируют эти суммы и сравнивают полученный результат с ценой покупки.

<b>Ожидаемая чистая выгода</b>	=	<b>Дисконтированный поток денежных средств приобретаемой компании, включая выгоды поглощения</b>	-	<b>Денежные средства, необходим. для поглощения</b>
--------------------------------	---	--	---	---

При таком подходе можно допустить серьезную ошибку в оценке стоимости компании из-за излишнего оптимизма (или пессимизма) аналитика при оценке будущих потоков денежных средств компании, которую предстоит присоединить.

Исходным шагом должен стать анализ и оценка экономических выгод и издержек.

### Оценка экономических выгод предполагаемого слияния

Экономические выгоды предполагаемого слияния возникнут только при условии, что рыночная стоимость компании, созданной в результате слияния, выше, чем сумма стоимостей образующих ее фирм до их объединения.

Допустим, что образовавшаяся после поглощения компания имеет рыночную стоимость  $PV_{AB}$ , а стоимости компаний А и Б до их объединения равны  $PV_A$  и  $PV_B$  соответственно, тогда выгоду от слияния ( $W_{AB}$ ) получим из выражения:

$$W_{AB} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B).$$

Слияние экономически оправдано, если эта разность положительна.

### Оценка издержек предполагаемого слияния

#### Слияние проводится на основе немедленной оплаты

Рассмотрим случай покупки компании Б с немедленной оплатой. Издержки ( $Z_{AB}$ ) приобретения компанией А компании Б можно определить как разность между уплаченными компанией А за нее денежными средствами ( $S_{AB}$ ) и стоимостью компании Б как отдельной хозяйственной единицы ( $PV_B$ ):

$$Z_{AB} = S_{AB} - PV_B.$$

Разность между выгодами и издержками, это чистая приведенная стоимость ( $NPV_{AB}$ ) для владельцев компании А, возникающая от поглощения компании Б.

$$NPV_{AB} = W_{AB} - Z_{AB} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - S_{AB} - PV_B.$$

Следовательно, если чистая приведенная стоимость имеет положительное значение ( $NPV_{AB} > 0$ ), то поглощение целесообразно проводить.

Подобный критерий целесообразности слияния учитывает два важных момента. Прежде всего, при оценке преимущества слияния или поглощения внимание сконцентрировано на потенциально возможных выгодах. И второе, анализ издержек поглощения помогает понять способ распределения этих выгод между участвующими компаниями, что в свою очередь помогает оценивать возможную реакцию инвесторов. Поэтому начинать оценку с информации о рыночной стоимости ( $PV_B$ ) отдельной компании Б и только потом учитывать изменения в потоке денежных средств, которые будут обусловлены слиянием, представляется более эффективным.

Необходимо понять, почему две компании, объединившись, будут стоить дороже, чем по отдельности.

Тот же подход применим и к анализу операции по продаже части бизнеса. Если желание продать бизнес аргументировано тем, что бизнес не приносит прибыли и поэтому его необходимо продать, то надо учесть, что в вырученной от продажи бизнеса цене отразится неутешительная перспектива неспособности покупателя управлять этим бизнесом более эффективно, чем это удавалось продавцу.

В практике финансового управления иногда можно столкнуться с убежденностью менеджеров в том, что эффективность и привлекательность слияния будут обеспечены, если следовать простым правилам:

**Правило 1.** Приобретаемая компания должна быть из растущей отрасли.

**Правило 2.** Компанию удастся купить по цене ниже ее балансовой стоимости.

Однако и при покупке компании следует применять тот подход и те критерии для правильного обоснованного инвестиционного решения, которые были рассмотрены выше. В результате принимаемого инвестиционного решения стоимость компании возрастет только в том случае, если возникнут либо экономические выгоды, либо такие конкурентные преимущества, достичь которых не в состоянии другие фирмы, в том числе менеджеры компаний - объектов потенциального слияния.

Наконец, надо учесть то обстоятельство, что в процессе покупки компании очень часто покупатели-фирмы конкурируют друг с другом. Возникает ситуация, похожая на аукцион. В таких случаях нужно определить, действительно ли искомая компания для вас, как покупателя, ценнее, чем для других фирм. Если ответ отрицателен, следует отказаться от покупки, при этом результат – это потеря времени. В противном случае, покупка данной компании обойдется очень дорого.

Издержки, возникшие в процессе слияния, представляют собой премию (или надбавку), которую покупатель платит за компанию сверх ее стоимости как отдельной экономической единицы. Проблема определения издержек в случае слияния с оплатой в денежной форме<sup>1</sup> решается просто. Однако надо иметь в виду, что если инвестор предвидит намерение компании А приобрести компанию Б, то рыночная стоимость акций компании Б не может служить адекватной мерой ее стоимости как независимой хозяйственной единицы. Поэтому, учитывая это обстоятельство, удобнее

<sup>1</sup> Не в обмен на акции

несколько изменить вышеуказанную формулу определения издержек слияния:

$$Z_{AB}^n = (S_{AB} - PV_B) - (PV_B - PV_B^n) = Z_{AB} + PV_B^n - PV_B,$$

где

$Z_{AB}^n$  - приведенные издержки слияния компаний А и Б;

$S_{AB}$  - денежные средства, выплаченные компанией А за приобретение компании Б;

$PV_B$  - рыночная стоимость компании Б;

$PV_B^n$  - приведенная стоимость компании Б, то есть рыночная стоимость компании Б после ее слияния с компанией А;

$Z_{AB}$  - издержки слияния компаний А и Б (премия к рыночной стоимости компании Б).

Приведенные выше формулы вновь указывают на проблему разграничения таких понятий, как рыночная стоимость и подлинная, или "внутренняя", стоимость компании как отдельной хозяйственной единицы (приведенная стоимость). Эта проблема состоит отнюдь не в том, что рыночная стоимость представляет собой ложную оценку, а в том, что она может не показывать стоимость компании как отдельной единицы. Поясним это примером.

Потенциальный инвестор, оценивая акции компании Б, будет рассматривать два возможных результата и две оценки стоимости.

Вариант	Ситуации	Стоимость акций Б
а	Слияние не происходит	Приведенная стоимость выражает стоимость компании Б как отдельной единицы
б	Слияние происходит	Приведенная стоимость компании Б, как в первом случае, плюс некоторая часть выгод слияния

Если слияние происходит, то рыночная стоимость компании Б будет выше, чем ее приведенная стоимость. Именно так должно быть в условиях конкуренции на рынке капитала. Однако эта естественная реакция рынка осложняет задачу финансового менеджера, который оценивает слияние.

Отметим, что если инвесторы допустили ошибку при оценке рыночной стоимости компании и она оказалась ниже ее подлинной стоимости, издержки слияния окажутся отрицательной величиной. Иными словами, приобретение компании Б является находкой для А, и эта сделка выгодна с точки зрения акционеров компании А даже при условии, что стоимость объединенной компании АБ не выше, чем сумма стоимостей этих компаний как отдельных единиц. Безусловно, выигрыш акционеров компании А в этой ситуации оборачивается проигрышем для акционеров компании Б, поскольку их компания будет продана дешевле ее подлинной стоимости.

На практике менеджеры проводят поглощения и слияния, будучи уверенными, что они безошибочно оценили компании, подлинная стоимость которых недооценена фондовым рынком. Однако бывает и так, что на эффективном рынке "дешевые" акции часто оказываются весьма дорогими. Дело в том, что вовсе не так легко отыскать компании, стоимость которых на самом деле недооценена рынком.

Менеджеры компании А не станут осуществлять слияние в ситуации, когда издержки превосходят выгоды. Менеджеры компании Б не согласятся на слияние, если, по их мнению, издержки слияния — это величина отрицательная, так как отрицательные издержки для компании А означают, что выигрыш от слияния для компании Б также является отрицательной величиной. Поэтому возникает почва для переговоров по поводу суммы денег, которую надо уплатить за компанию Б, чтобы слияние произошло. В какую сторону, к верхней или нижней границе, будет тяготеть данная сумма, зависит от относительной прочности позиции каждого из участников переговоров. Например, если для компании А слияние — это средство, позволяющее ей при расчете налогов перенести убытки на будущие периоды, чтобы снизить налоговые платежи в будущем, тогда ей все равно, с какой конкретной компанией проводить слияние — Б, В, или Г; следовательно, у компании Б нет никаких особых аргументов в переговорах, и ее менеджеры не имеют возможности настаивать на увеличении цены за свою компанию за счет части выигрыша их партнера по сделке. В подобной ситуации издержки слияния для компании А будут относительно низкими.

### Слияние проводится на основе обмена акциями

Если слияние проводится на основе обмена акциями между компаниями-участницами, издержки определить сложнее.

Отметим существенное отличие разных способов проведения слияния - покупки компании с оплатой деньгами или акциями. Если выбран первый способ, издержки слияния не зависят от величины экономических выгод в этой сделке. Если же выбрано финансирование акциями, тогда, напротив, издержки слияния зависят от выигрыша, так как последний проявляется в рыночном курсе акций, который образуется после слияния.

Кроме того, второй способ смягчает эффект недооценки, а также и переоценки стоимости любой компании. Допустим, что менеджеры компании А переоценили стоимость компании Б как независимой единицы, например, не придали должного значения ее скрытым обязательствам. Тогда менеджеры компании А предлагают излишне благоприятные условия слияния. При прочих равных условиях для акционеров компании А было бы лучше в такой ситуации осуществлять слияние за счет выпуска акций, а не путем покупки компании Б с оплатой в денежной форме. В случае финансирования акциями за ошибку, допущенную менеджерами компании А в оценке стоимости компании Б, частично расплатятся и акционеры компании Б.

Кроме того, существует еще одно важное отличие финансирования слияний посредством выпуска акций от оплаты в денежной форме. Надо иметь в виду, что менеджеры компании А - инициатора слияния - располагают информацией о перспективах развития их компании, которой, конечно же, не обладают другие участники рынка. Такое явление экономисты называют асимметричностью информации или неравным доступом к информации. Предположим, что менеджеры компании А оценивают ее перспективы гораздо более оптимистично, чем все инвесторы.

Конечно, если бы менеджеры компании А были на самом деле столь оптимистично настроены, они долж-

ны были бы предпочесть другой метод финансирования слияния — покупку компании с оплатой в денежной форме. Слияние на основе обмена акциями было бы как раз в интересах пессимистично настроенных менеджеров, которые считают, что акции их компании оценены слишком высоко.

Не означает ли все это, что компания А в любом случае остается в выигрыше: выпускай акции, если они переоценены, и плати деньги - в противоположном случае?

Но столь простой ситуации на практике не бывает, так как акционеры компании Б, и остальные инвесторы, как правило, профессионально подходят к происходящему.

Слияния часто подразделяют на следующие типы: горизонтальные, вертикальные и конгломератные.

К **горизонтальным** слияниям относят такие, которые происходят между фирмами одной отрасли.

К **вертикальным** слияниям относят те типы слияния, в которых компания-покупатель расширяет свою деятельность - либо на предыдущих производственных стадиях вплоть до источников сырья, либо на последующих стадиях - до конечного потребителя.

**Конгломерат** образуется при объединении компаний из практически не связанных отраслей.

С учетом этих различий рассмотрим мотивы слияний, т.е. причины, по которым две компании, объединившись, стоят дороже, чем порознь. Необходимо учитывать, однако нельзя утверждать, что какие-то типы слияний обычно приносят положительные результаты, а какие-то нет. Все не так просто. Многие слияния, которые кажутся экономически обоснованными, терпят неудачу из-за ошибок, допущенных в процессе их осуществления. Другие оказываются неудачными, так как менеджеры компаний-покупателей неверно оценивают активы интересующих их компаний или их обязательств. Например, покупатель может слишком оптимистично оценить стоимость запасов и неправильно рассчитать издержки, сопряженные с модернизацией оборудования в этой компании, или не обращать внимания на ее обязательства по гарантийному обслуживанию бракованной продукции. Особенно внимательно нужно анализировать обязательства покупаемой компании по охране окружающей среды. Если операции этой компании приводят к загрязнению среды или образованию ядовитых отходов, все затраты на очистку, скорее всего, будут возложены на плечи покупателя этой компании.

В других случаях провалы слияний вызваны тем, что менеджеры не могут справиться с трудностями, обусловленными интегрированием двух фирм с различными особенностями производственного процесса, бухгалтерского учета, корпоративной культуры. Более того, ценность многих компаний прямо зависит от таких специфических активов, как человеческие ресурсы: профессионализма менеджеров, квалификации рабочих, инженеров, исследователей (неосязаемые активы). Если эти специалисты не будут чувствовать себя удовлетворенными своим положением в новой компании, образованной после слияния, лучшие из них уйдут из нее.

Основными причинами слияний являются:

- экономия на масштабах производства;
- комбинирование взаимодополняющих ресурсов;
- усиление рыночных позиций;
- диверсификация и повышение кредитоспособности;
- налоговые соображения;

- недооцененность активов;
- повышение финансовой мощи объединенной компании;
- улучшение доступа к финансовым рынкам и др.

Рассмотрим некоторые из этих причин во взаимосвязи с типами слияний.

Экономия, обусловленная масштабами деятельности, - естественная цель горизонтальных слияний. Но и в случае образования конгломератов такая цель также ставится. Организаторы подобных слияний добиваются экономии, обусловленной масштабами, за счет централизации ряда услуг, таких, как управление офисом, бухгалтерский учет, финансовый контроль, повышение квалификации персонала и общее стратегическое управление компаний.

Существуют много примеров экономии за счет масштаба. Но слияния - это далеко не всегда лучший путь для ее достижения. Всегда гораздо легче купить самостоятельную компанию, чем интегрировать ее в уже действующую структуру. Именно поэтому некоторые компании, которые объединились, стремясь достичь экономии благодаря масштабам, продолжают функционировать как совокупность отдельных и иногда даже конкурирующих подразделений, имеющих разную производственную инфраструктуру, исследовательские и маркетинговые службы. Даже экономия за счет объединения центральных служб может оказаться иллюзорной. Сложная структура конгломерата может, наоборот, привести к увеличению численности административного персонала. И, наконец, высшие управляющие могут обнаружить, что их общая квалификация не всегда легко применима к решению специфических проблем отдельных филиалов.

Если исходить из того, что главная цель компании - максимизация прибыли, то анализировать мотивы слияния и поглощения можно с учетом увеличения производства, увеличения прибыли. Одна из теоретических схем исходит из идеи экономии на масштабах производства: с ростом объема производства себестоимость единицы продукции сокращается. Кривая средних издержек производства имеет **U**-образную форму, так что сначала с ростом объемов производства себестоимость единицы продукции падает, потом какое-то время производственные издержки остаются стабильными, а затем начинают расти, т.е. масштабы производства становятся неэкономичными. Источниками экономии на масштабах производства являются: повышение загрузки технологического оборудования, специализация труда и оборудования, связь между последовательными этапами производства. Такого рода экономия может стать результатом горизонтальной или вертикальной интеграции. В случае горизонтальной интеграции эффект может дать стабилизация источников спроса или объема продаж, а также всякого рода сокращение издержек.

В случае горизонтальных слияний источником экономии на масштабах производства являются "неделимые" издержки: расходы на труд, накладные расходы и расходы на оборудование, которые дают тем большую отдачу, чем на большее число единиц продукции они приходятся. Дополнительная экономия может быть получена за счет объединения исследовательских, маркетинговых и финансовых подразделений объединившихся компаний.

Присоединение компаний, размер которых достиг того рубежа, когда следует увеличивать управленческий

персонал, может обеспечить более эффективную загрузку управленческого персонала присоединяющей компании, что позволяет избежать расширения числа управленцев в присоединяемой компании.

Существует и обратная гипотеза, что слишком крупная компания, которая не может больше получать экономию от расширения масштабов производства, может с помощью слияний и поглощений добиться возобновления роста прибыли. Это, однако, не будет ростом в обычном смысле слова. Здесь речь нужно вести о синергизме, т.е. о своем роде экономии на масштабах производства.

Другое экономическое обоснование процесса слияний опирается на идею рыночных позиций и доли рынка, принадлежащей компании. Есть мнение, что слияния - это лишь вариант административной реорганизации, и они не затрагивают условий конкуренции. Вопрос, собственно, заключается в следующем: действительно ли объединение компаний ведет к чрезмерной отраслевой концентрации? Ведь такая концентрация может быть причиной монопольных доходов даже при отсутствии синергетических эффектов или экономии на масштабах производства.

Точная взаимосвязь экономии на масштабах производства и контролируемой доли рынка трудно выявить. Существует утверждение, что увеличение доли рынка ведет к экономии на масштабах производства. Это разумный аргумент для компании, которая с ростом объема производства (ростом доли рынка) движется вниз по кривой издержек.

Существует и другой аргумент: экономия на масштабах производства ведет к росту доли рынка, контролируемой компанией, поскольку конкуренция вознаграждает более эффективных производителей.

Вопрос о том, кто выигрывает от вероятности увеличения прибыльности мощных компаний, анализировали разные специалисты. Измеряя прибыльность как отношение чистой прибыли к балансовой стоимости акционерного капитала и корректируя этот показатель по уровню риска, Салливан (1977) обнаружил, что компании, контролирующие значительную долю рынка, получают повышенную отдачу относительно балансовой стоимости акционерной собственности. Но если при этом учесть доходность обыкновенных акций, то окажется, что монопольная прибыль полностью капитализируется в курсе акций.

Можно также попробовать ответить на вопрос: может ли структура рынка создавать для компании возможность получения сверхприбыли в будущем.

Томадакис (1977), собрав данные об имеющихся активах и потенциале роста 158 компаний США, обнаружил, что уровень отраслевой концентрации играет ключевую роль в определении ожидаемых сверхприбылей от имеющихся активов и инвестиционного потенциала.

Сильные рыночные позиции обеспечивают высокую прибыльность активов, но при этом рынок эффективно капитализирует эту прибыль, так что с учетом риска акционеры не получают сверхдоходов.

Соображения об экономии на масштабах производства и роли влияния на рынке помогают объяснить горизонтальную и вертикальную интеграцию.

Возможное объяснение конгломератных слияний заключается в том, что они выгодны для менеджеров. Аргумент сводится к тому, что менеджерам выгодно увели-

чение размера компании, даже если при этом средства расходуются неоптимальным (с точки зрения акционеров) образом. Не вполне ясно, как долго менеджеры могут придерживаться такой политики и при этом сохранять свое положение. Аргумент исходит из того, что жалование и премиальные менеджеров пропорциональны величине компании, но и это утверждение сомнительно. Принято считать, что доходы менеджеров зависят от прибыльности компании, а не от ее величины.

В слияниях вертикального типа обычно стремятся достичь экономии за счет вертикальной экономической интеграции. А экономия, обусловленная масштабами, достигается, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере расширения объема выпуска продукции. Один из источников такой экономии заключается в распределении постоянных издержек на большее число единиц выпускаемой продукции.

Крупные промышленные компании ставят задачу расширить контроль над производственным процессом как можно шире, охватывая, с одной стороны, источники сырья, а с другой стороны — конечного потребителя. Один из путей достижения такой экономии — это слияния с поставщиками или покупателями.

Одна из причин вертикальной интеграции состоит в том, что она облегчает управление и координацию. Однако нельзя считать, что чем выше степень вертикальной интеграции, тем лучше. Доведенная до крайних степеней, вертикальная интеграция становится абсолютно неэффективной.

Мелкие компании часто становятся объектом поглощения со стороны более крупных компаний, так как способны обеспечивать недостающие компоненты для их успешной рыночной стратегии.

Мелкие фирмы создают подчас уникальные продукты, но испытывают недостаток в инженерных и сбытовых структурах для организации крупномасштабного производства и реализации этих продуктов. Крупные компании, вероятно, сами в состоянии создать необходимые им компоненты, но часто бывает гораздо дешевле и быстрее получить к ним доступ, осуществив слияние с компанией, которая их уже производит. Таким образом, обе компании располагают взаимодополняющими ресурсами — каждая имеет то, что необходимо другой, — и поэтому их слияние может оказаться целесообразным.

Обе компании после объединения будут стоить дороже по сравнению с суммой их стоимостей до объединения, так как каждая приобретает то, чего она не имела, причем получает эти ресурсы дешевле, чем они обошлись бы ей, если бы пришлось их создавать самостоятельно. Кроме того, слияние таких компаний может открыть для них новые рыночные возможности, которые были бы недоступны им без объединения. Конечно, это касается не только мелких, но и крупных фирм: две крупные компании также могут провести слияние, чтобы получить взаимодополняющие ресурсы.

*Аскандарян Асмик Оганесовна*