

Актуальность слияний и поглощений как форм развития российского бизнеса

Основные причины, подталкивающие к интеграции

Мировые интеграционные процессы, протекающие во всех отраслях экономической деятельности, не могли обойти стороной и Россию. Процессы, происходящие на российском рынке, свидетельствуют о том, что многие российские компании активно включаются в процесс глобализации, перенимают зарубежный опыт, используют новейшие технологии развития бизнеса. Однако необходимо учитывать российскую специфику становления прав собственности и развития принципов корпоративного управления. Конкуренция на мировых рынках обостряется, и, хотя в России насыщение рынка еще не достигло критической точки, многие компании почувствовали необходимость искать пути повышения конкурентоспособности и эффективности. Тем более, что к возможности развития компаний только за счет роста российского потребительского рынка на данный момент практически исчерпаны, а уровень конкуренции на нем после присоединения к ВТО приблизится к глобальному.

В свете скорого присоединения России к ВТО надо обратить особое внимание на обстоятельства, характерные для большинства российских компаний. Долгосрочная конкурентоспособность большинства из них, несмотря на положительные изменения последних лет, по-прежнему низка. На данном этапе характерными конкурентными преимуществами могут считаться высокая доля внутреннего рынка и знание специфики рынка. Но это - временные факторы. Если они не будут подкреплены устойчивыми конкурентными преимуществами, ситуация может быстро измениться. Если мы проанализируем более фундаментальные факторы конкурентоспособности - производительность труда, выработка на работающего, скорость разработки новых продуктов, качество, в конце концов, - то увидим, что практически по всем параметрам наши компании серьезно отстают от своих зарубежных оппонентов.

Еще более проблемной выглядит постоянная нехватка финансовых ресурсов. В этой связи диверсификация может оказаться губительной стратегией для многих компаний. И без того не самые эффективные российские компании в несколько раз меньше своих зарубежных конкурентов. Это означает, что инвестиционных ресурсов у них тоже в несколько раз меньше. Диверсификация только усугубляет этот дефицит. В результате вместо создания одного действительно конкурентоспособного и эффективного развиваются несколько недостаточно эффективных продуктов или бизнесов. Для российского бизнеса стратегии концентрации и специализации могут оказаться приоритетнее.

Поэтому интеграционные операции становятся инструментом, без которого сложно представить динамично развивающийся бизнес. Они позволяют увеличивать стоимость компании, создавать действительно эффективные бизнес-процессы, получать уникальные конкурентные преимущества, консолидируясь именно с той компанией, которая наилучшим образом подходит для этих целей.

Комбинации бизнесов могут принимать любые из множества форм. С точки зрения контроля, инвестирования и обязательств, слияние и поглощение является наиболее жесткой формой интеграции. Менее радикальная форма объединения - это совместное предприятие, обычно означающее формирование и взаимное владение двумя компаниями третьей организацией, чаще всего - для достижения определенной локальной цели. Самой мягкой формой обязательства в стратегической комбинации является альянс, представляющий собой формальный совместный проект двух независимых компаний, реализуемый для достижения конкретной цели (или лицензирование технологии, продукта или интеллектуальной собственности другой организации).

Таким образом, считаем целесообразным сосредоточиться на рассмотрении интеграции в форме слияния и/или поглощения, т.к. эти формы затрагивают все аспекты деятельности организации, имеют наиболее сложную процедуру сделки и, следовательно, могут повлечь максимальное количество негативных последствий для объединяющихся компаний. Когда желателен меньший объем обязательств, можно использовать совместные предприятия, альянсы или даже просто лицензионные соглашения. Процесс планирования должен идентифицировать стратегию, стоящую за комбинациями, а также и ожидаемые от них выгоды. Мягкие организационные формы интеграции, например, стратегические альянсы, рассматриваются нами для проведения сравнительного анализа, выяснения плюсов и минусов слияний и поглощений, а также поиска альтернатив существующим методам объединения бизнеса.

При их рассмотрении различные потенциальные варианты слияний и поглощений обычно относят к одной из категорий по принципу интеграции. Приобретая (сливаясь с) другую фирму в той же самой отрасли, осуществляя тем самым **горизонтальную интеграцию**, покупатель обычно стремится достичь экономии на масштабе в области маркетинга, производства или распределения, а также увеличить долю рынка, улучшить позиционирование продукта и свою рыночную позицию.

Перемещаясь "вверх" или "вниз" по производственной цепочке, т.е. **интегрируясь вертикально**, покупатель стремится приобрести поставщика, дистрибьютора или клиента. **Цель** обычно состоит в получении контроля над источником недостающих ресурсов или поставками для целей производства либо контроля над качеством, а также в улучшении доступа к определенной клиентской базе либо продуктам или услугам более высокой стоимости в производственной цепочке.

Иногда покупатели видят стратегические возможности в отраслях, не связанных с основным производством, где они могут заработать на технологиях, процессах производства или ресурсах, выйти на новые динамично развивающиеся рынки. В данном случае осуществляется диверсификация. Анализируя технологию осуществления интеграционных сделок, автор пришел к выводу, что с процессуальной точки зрения вид

интеграции мало влияет на ее технологию, следовательно, в работе рассмотрены общие принципы и проблемы, характерные для любого вида интеграции.

Помимо теоретического аспекта в работе большое внимание уделено проблемам, с которыми сталкиваются компании, вступившие на путь интеграции. Проведена классификация причин неудач как дружественных, так и враждебных сделок. На основе этого анализа сделан вывод, что в России ощущается серьезный дефицит менеджеров-интеграторов, способных разработать и осуществить программу интеграции объединившихся бизнесов после завершения юридических и финансовых процедур сделки M&A.

Так как в подавляющем большинстве случаев (по некоторым оценкам, до 80 %) причиной неудавшегося слияния/объединения являются недооценка важности фактора постинтеграционных процессов и/или принципиальные различия в корпоративных культурах объединяющихся компаний, в работе автор уделяет большое внимание рассмотрению ключевых позиций интеграционного менеджмента. Рассмотрим, каким образом руководители компаний могут выявить уникальные источники создания стоимости в каждой конкретной сделке и выгодно использовать все новые возможности, которые появятся благодаря слиянию. Мы рассмотрим общие принципы проведения интеграции, самые распространенные ошибки и расскажем, как избежать проблем.

Основные причины, подталкивающие компании к слияниям и поглощениям, можно подразделить на следующие 3 группы:

1. Внутренние – стремление к корпоративной синергии и сокращению издержек, например:

- приобретение новых навыков (высоких технологий, хорошо налаженных организационных процессов, высококвалифицированного персонала с навыками, имеющими критическое для конкретной организации значение, в том числе и с управленческими навыками, и т.д.);
- доступ к новым продуктам, патентам, рынкам, каналам дистрибуции и т.д., позволяющим более эффективно использовать имеющиеся у компании ресурсы и навыки или более успешно достигать поставленные цели;
- финансовые причины – например, налоговая экономия, когда приобретение компании с убытками может уменьшить прибыль к налогообложению.

2. Внешние – изменения внешней среды, которые снижают эффективность текущей деятельности компании и заставляют ее искать новые пути развития, например:

- изменения в денежной политике, общих темпах экономической активности, политические причины и государственное регулирование, глобализация и т.д.;
- текущие изменения в конкретной отрасли (например, возникновение избыточных мощностей в отрасли в целом (автомобилестроение), рост затрат на разработку (фармацевтика), резкие технологические изменения и т.д.).

3. Мотивы руководства – отражающие желание менеджеров компании совершать подобные сделки, например:

- использование имеющихся личных управленческих навыков для развития других бизнесов;
- обеспечение безопасности собственного рабочего места – диверсификация отраслевых рисков и снижение возможности быть поглощенными другой компанией;
- "построение империи" – увеличение размеров компании ради увеличения собственной власти и признания;
- финансовые выгоды – если вознаграждения высшего менеджмента связано с оборотом компании, курсом акций и т.д.

Поскольку в современной внешней экономической среде изменения происходят очень быстро, то вышеуказанные внешние факторы оказывают сильное влияние на компании, заставляя их искать партнеров для слияния или поглощения.

Более того, во избежание грядущих внешних проблем многие компании стараются опередить изменения внешней среды и повысить эффективность своей деятельности, следовательно, сами активно ищут внутренние причины для объединения.

Основные тенденции российского рынка купли продажи бизнеса 2004 года

Наибольшее число предложений о продаже прибыльного бизнеса в 2004 году поступило из сферы торговли. Здесь традиционно преобладают небольшие магазины, однако в конце года возросла активность собственников торговых сетей и отдельных супермаркетов. Отдельная тема – оптовые торговые фирмы, прежде всего, дистрибьюторы non-food сегмента, имеющие эксклюзивные права на продажу тех или иных товарных групп. Однако сделки с такими компаниями идут довольно медленно – риски вложения средств в их покупку высоки.

На втором месте среди отраслей, представивших в 2004 году наибольшее количество предложений о продаже, находится сфера сервиса и услуг – инвесторам было предложено около 1100 действующих предприятий. Очевидным лидером предложения выступает туристический бизнес, причем в 2004 году до 30 % фирм представили различные сети. Правда, большинство из них ведет продажу своих точек анонимно, исключением является только сеть "Путёвочка", стратегия развития которой предполагает создание бизнеса и его последующее отчуждение. Лучше всего турбизнес продается в летний период – в

это время на рынке складывается устойчивый дефицит, в остальные сезоны, напротив, имеется переизбыток предложения компаний этого профиля.

Кроме того, инвесторам было представлено большое число автосервисов – этот бизнес перешел из разряда дефицитных в категорию широко распространенных. Салоны красоты, напротив, смогли восстановить статус востребованных бизнесов только во второй половине 2004 года. Спрос на них вырос почти на 200 %.

Большими темпами растет только интерес к компаниям, оказывающим услуги для бизнеса, - более 700 %. Если давать еще более узкую информацию, то наиболее ликвидными предприятиями сферы услуг будут архитектурные бюро, спрос на которые почти в 40 раз превосходит предложение. По сути, это означает, что любой подобный бизнес может быть успешно продан в самые короткие сроки.

Замыкают тройку лидеров предложения производственные компании. Чаще всего на продажу выставляются производители продуктов питания, а также предприятия, специализирующиеся на НТП. Кроме того, в 2004 году увеличилось число предложений о продаже инжиниринговых фирм, которые разрабатывают наукоемкую продукцию, организуя последующее производство на условиях субконтракта. Наиболее распространенная причина продажи здесь - нехватка средств для развития. Нередко компания просто не в силах взяться за все поступающие заказы, их потенциальный портфель в два-три раза превышает возможности фирмы. В этих условиях собственники бизнеса принимают решение о продаже, причем инвестору нередко предлагается не вся компания, а доля в ней (она может достигать 90 %).

Одна из наиболее значимых тенденций, имевших место в 2004 году, - **рост средней стоимости бизнеса**. Это объясняется, во-первых, ростом числа предложений о продаже среднего бизнеса (все больше предприятий поступает на открытый рынок, крупные холдинги продают непрофильные активы), во-вторых, снижением рисков вложения средств в малые и средние компании - инвесторы уже не требуют годовой окупаемости, соглашаясь на доходность на уровне 40-60 % годовых. На повышение стоимости бизнеса также влияет работа бизнес-брокера - правильная предпродажная подготовка, организация due dilligence, построение структуры сделки и т.д. Кстати, быстрее других дорожали производственные компании, темпы роста средней стоимости здесь превысили 30 %.

Рост числа межтерриториальных сделок - еще одна основополагающая тенденция рынка готового бизнеса. Существует проблема отсутствия в регионах квалифицированных специалистов. Она решается, но не самыми быстрыми темпами, ведь только для наработки необходимых практических навыков может понадобиться 1,5-2 года.

Анализ спроса по ценовым диапазонам подтверждает общую закономерность - в 2004 году спрос на действующие предприятия увеличился более чем на 150 %. При этом наибольшие темпы роста (более 300 %) продемонстрировала ценовая группа \$500 тыс. - \$1,5 млн. Значительно вырос (более 200 %) интерес к компаниям, стоящим \$1,5-5 млн.

Низшая ценовая группа, напротив, не смогла привлечь большого числа новых инвесторов, рост здесь не превышает 70 %. По сути, происходит изменение структуры рынка готового бизнеса — на нем растет присутствие средних компаний, они вызывают все больший интерес у инвесторов.

Наиболее значимый сдвиг в структуре спроса обусловлен **ростом интереса к эффективному бизнесу**, т.е. к тем компаниям, стоимость которых на открытом рынке значительно превышает цену принадлежащей предприятию недвижимости. Дело в том, что большинство подобных предприятий обладает теми или иными уникальными нематериальными активами, позволяющими генерировать значительный денежный поток. Соответственно, подобные предприятия охотно приобретаются большими корпорациями. Кроме того, эффективный бизнес, как правило, занимает значительную часть какого-то рыночного сегмента. Приобретение такой компании можно расценивать как покупку доли перспективного рынка.

Делая прогноз на 2005 год, можно с уверенностью сказать, что рынок готового бизнеса в 2005 году продолжит свой рост, который может превысить 150-180 %. Впрочем, число предложений, поступающих из Москвы и Московской области, вряд ли сможет существенно увеличиться. На рынке появляются новые точки роста - Санкт-Петербург, регионы Поволжья, Сибирь. Ликвидность региональных фирм возрастет. Если еще два года назад из-за пределов Москвы и Московской области на продажу чаще всего шли складские комплексы, умирающие промышленные предприятия, то сейчас немосковские активы становятся все более прибыльными, привлекают большое число потенциальных приобретателей.

В 2005 году сохранятся **тенденции, влиявшие на развитие рынка готового бизнеса в 2004 году**. **Первая тенденция** - рост интереса инвесторов к эффективному бизнесу. Можно предположить, что каждая четвертая сделка будет связана с отчуждением подобных предприятий.

Вторая значимая тенденция - рост стоимости бизнеса, обусловленная, с одной стороны, увеличением числа предложений о продаже средних компаний, с другой - снижением риска инвестиций. С большой долей уверенности можно сказать, что в 2005 году средняя стоимость предприятия будет находиться на уровне \$1,1-1,3 млн.

Однако к уменьшению числа сделок это не приведет. Это гарантируется тем, что сейчас все больше банков заявляют о своей готовности выдавать кредиты на покупку компаний. В 2005 году 5-7 % сделок может проводиться с привлечением кредитных ресурсов (LBO). Кроме того, увеличивается процент собственников, которые готовы рассматривать вариант продажи фирмы в рассрочку. Количество выставленных на продажу малых компаний как минимум сохранится на прежнем уровне. Средний бизнес будет по-прежнему

покупаться менеджерами больших корпораций, желающими начать свое дело, крупными холдингами, приобретающими доли на новых перспективных рынках.

Вдобавок к этому в России формируется специфический класс игроков рынка готового бизнеса, которых условно можно назвать профессиональными покупателями компаний. Речь идет, прежде всего, о бизнес-брокерских фирмах, которые хорошо ориентируются в тенденциях предложения и имеют все возможности для скупки недооцененных активов для их последующей перепродажи. Такие игроки чаще всего работают в тандеме с крупными холдингами, имеющими ресурсы для того, чтобы организовать на приобретенной фирме грамотную систему менеджмента, увеличивающую стоимость предприятия.

Третья базовая тенденция, может повлиять на развитие рынка готового бизнеса в 2005 году - увеличение продолжительности сделок. Найти инвестора будет достаточно просто: все больше предпринимателей владеют информацией о существовании цивилизованного рынка приобретения и отчуждения малых и средних предприятий, регулярно посещают профильные интернет-сайты, используют специализированные базы данных (например, недавно начавшую работу поисковую систему "Бизнес на продажу"). Однако все чаще процедура передачи бизнеса и оплаты его стоимости оказывается растянутой во времени, происходит поэтапно. Подобная схема снижает риски приобретателя и позволяет в текущем режиме разобраться с состоянием дел на предприятии, делает продавцов заинтересованными в полном раскрытии информации и тщательном выполнении своих обязательств по предпродажной подготовке. Другими словами, в 2005 году большинству собственников стоит рассчитывать не на быструю сделку "spot", а на довольно долгий проект по слиянию/поглощению.

Наиболее высокие темпы роста числа предложений о продаже компаний в 2005 году могут отмечаться в высоко-конкурентных отраслях, где большую роль играет эффект масштаба.

Для оценки перспектив развития процессов интеграции горизонтального типа в различных отраслях мы разработали таблицу, в которой по 10-балльной шкале даны экспертные оценки двух показателей; значимость тех или иных мотивов слияний для различных отраслей (X), а также то, насколько велики нереализованные резервы повышения конкурентоспособности компаний за счет данных факторов (Y). Среднее арифметическое значение произведений X и Y по каждой строке должно, на наш взгляд, в самом общем виде продемонстрировать степень незавершенности процессов консолидации в различных отраслях и позволит ранжировать их по степени активности M&A-процессов в будущем.

Ранжирование отраслей по степени активности в интеграционном процессе

Мотивы слияний и оценка степени незавершенности процессов M&A по отраслям													
Мотивы слияний	Экономия масштаба, ликвидация дублирующих функций		Повышение контроля за рынком, увеличение доли на рынке		Преимущества на рынке капитала		Устранение неэффективности управления		Получение новых каналов сбыта продукции, доступ к неосвоенным рынкам		Активы недооценены		Степень незавершенности M&A-процессов
	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	
ОТРАСЛИ	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	X	Y	
нефтяная	10	3	8	5	5	5	10	3	5	2	3	3	24
металлургия	10	3	8	5	6	7	10	2	9	4	2	2	29
телекоммуникации	2	3	10	3	2	2	2	3	10	2	5	4	14
машиностроение	7	8	7	8	6	6	7	8	6	4	2	5	40
химическая	7	7	7	7	2	5	7	7	5	5	2	6	32
целлюлозно-бумажная	7	5	9	5	2	8	7	5	5	5	0	6	26
пивоваренная	5	4	10	4	2	6	5	4	7	3	4	5	22
масложировая	5	8	10	8	4	9	5	8	7	8	2	7	44

Мотивы слияний и оценка степени незавершенности процессов М&А по отраслям													
Мотивы слияний	Экономия масштаба, ликвидация дублирующих функций		Повышение контроля за рынком, увеличение доли на рынке		Преимущества на рынке капитала		Устранение неэффективности управления		Получение новых каналов сбыта продукции, доступ к неосвоенным рынкам		Активы недоценены		Степень незавершенности М&А-процессов
	5	4	10	4	4	5	5	4	7	3	2	7	
кондитерская	5	4	10	4	4	5	5	4	7	3	2	7	23
финансы	10	9	8	9	9	6	10	9	6	5	0	4	56
торговля	7	8	10	8	7	5	7	8	10	9	5	5	57
транспорт	5	2	10	2	7	7	5	2	5	3	2	8	20

Источник: методика разработана и опробована специалистами управления финансами МДМ-Банка

Судя по полученным цифрам, наиболее активными с точки зрения М&А-процессов горизонтального типа будут финансы, торговля, масложировая отрасль и машиностроение.

Очевидно, что немало предложений о продаже будет поступать из тех отраслей, в которых снижается маржа, предприятиям становится все сложнее выживать. Здесь можно выделить, например, мясопереработку, масложировую промышленность. Самыми активными поставщиками новых предложений станут районы высокой концентрации однотипных фирм. Например, для мелких предприятий мясопереработки такой точкой роста станет ближнее Подмосковье, для молочных заводов – Поволжье.

В условиях насыщения многих рынков все большее распространение получит франчайзинг. Спрос на франшизы обусловлен снижением рисков создания новых фирм при использовании франчайзинговых механизмов. Увеличение предложения обусловлено появлением большого числа узнаваемых брендов и стандартизируемых технологий, а также возникновением на рынке специализированных структур, помогающих строить франшизные системы.

Логика рынка готового бизнеса предполагает, что будут активно насыщаться те сегменты, где имеется высокий спрос. Например, в 2004 году это произошло с автосервисами. Сейчас многие собственники активно отслеживают публикации в деловых СМИ, знают, какие компании востребованы инвесторами. Полученная информация влияет на принятие решения о продаже бизнеса.

Инвесторы все чаще ориентируются не на то, что уже имеется в продаже, а формируют конкретные заказы по поиску компании-цели. Это направление деятельности профессиональных участников рынка готового бизнеса до сих пор недостаточно развито. Однако рост подобных заказов в 2004 году составил 300 %. Очевидно, что эта тенденция продолжится и в 2005-м.

Из вышесказанного можно обрисовать отраслевой прогноз активности компаний в области слияний и поглощений на российском рынке в 2005 году.

Активность российских компаний в области слияния/поглощения

Активность российских компаний		
Отрасль	Основные игроки	Основные тенденции в 2005 году
Добыча полезных ископаемых (уголь, золото)	"Полюс"	Консолидация основных добывающих активов
ЖКХ	"КЭС", АО "Российские коммунальные системы"	Постепенная коммерциализация отрасли. Создание региональных управляющих компаний ЖКХ
Информационные технологии	"Комстар"	Консолидация отрасли
Машиностроение	"Силовые машины", "ОМЗ"	Возможность консолидации отрасли в рамках нескольких крупных игроков. Продажа непрофильных активов. Приход крупных иностранных инвесторов
Металлургия	"Мечел", "Северсталь", "ММК", "НЛМК", "Русский алюминий", "СУАЛ-холдинг"	Вертикальная интеграция. В случае продолжения роста отрасли возможна дальнейшая консолидация и очень вероятны экспансии на зарубежные рынки

Активность российских компаний		
Отрасль	Основные игроки	Основные тенденции в 2005 году
Нефтегазовая	"Газпромнефть", ТНК-ВР, "ЛУКОЙЛ", "Сургутнефтегаз"	Консолидация наиболее ценных добывающих активов
Пищевая	"Черкизовский", "Микоян"	Покупка сельскохозяйственных земель в регионах
Связь	АФК "Система", "Альфа-групп", ОАО "Телекоминвест"	Борьба за активы холдинга "Связьинвест". Приобретение российскими компаниями активов за рубежом
Сельское хозяйство	"Агрос", холдинг "Настенька"	Приобретение собственности в регионах
Спорт	"Fedcom invest"	Приход крупного промышленно ориентированного капитала
Строительная	"Главмосстрой", "Промстройматериалы"	Постепенная распродажа непрофильных активов
Торговля	"Wall-Vart", "Metro"m "Марта"	Дальнейшее объединение и укрупнение ритейлерских сетей. Приход крупных западных игроков, консолидация отрасли
Транспорт		Возможность слияния компаний в рамках авиационной отрасли (грузо- и пассажироперевозки). Приход сырьевых инвесторов с целью вертикальной интеграции
Финансы		Консолидация банковской сферы в условиях усиления конкуренции со стороны крупных зарубежных игроков
Химическая	"Уралкалий"	
Целлюлозно-бумажное производство	"Континенталь менеджмент", "Илим Палп"	Продолжение борьбы за наиболее ценные активы
Электроэнергетика	"Газпром", "РУСАЛ", МДМ-банк	Распределение активов компаний РАО "ЕЭС"

Источник: Развитие корпоративных структур в современной экономике России. Доклады и выступления участников "круглого стола" (ноябрь, 2004 г.). 4.1,2.- М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2004.

Преимущества и недостатки стратегического альянса как организационной формы интеграции в сравнении со слиянием и поглощением

Все организационные формы интеграции компаний условно делятся на "жесткие" и "мягкие". С этой точки зрения представляет интерес сравнение "жестких" и уже привычных для нашего рынка корпоративных слияний с "мягкими" стратегическими альянсами. Стремление найти баланс между преимуществами централизации и децентрализации управления и ответственности при объединении компаний приводит к выбору нужной организационной формы интеграции, которая занимает как бы промежуточное место между полностью централизованной корпоративной структурой и сотрудничеством в чисто рыночной среде. Именно в такой роли выступают стратегические альянсы, которые сейчас все больше превращаются в орудие конкурентной борьбы. Заключение альянсов представляет собой один из наиболее быстрых и дешевых путей реализации глобальной стратегии. Количество альянсов в мире постоянно возрастает. Согласно ЮНКТАД, (Конференция ООН по торговле и развитию), общее число технологических альянсов (в области производства новых материалов, информационных технологий и биотехнологий) за последнее десятилетие выросло в 5 раз.

Скоро трудно будет найти компанию, не заключившую ни одного стратегического альянса, не говорящую об этом и даже не планирующую такого партнерства. Все больше российских компаний задумываются о совместном ведении бизнеса. В прошлом году количество стратегических альянсов в России росло такими темпами, что обещает переход в качество – к новым, более совершенным формам конкуренции.

В начале 2004 года "Русский алюминий" заявил о желании наладить кооперацию с крупнейшей алюминиевой компанией Alcoa, альянс с турецким концерном Zorlu заключила "Татнефть", сеть супермаркетов "Рамстор" и "Межбанковская инвестиционная группа", "Северсталь" и КамАЗ, группа компаний "Регент" и французский дистрибутор товаров для офиса Antalis и т.д.

Выделяют четыре разновидности стратегических альянсов:

- альянсы с акционерным участием в существующих предприятиях;
- стратегические альянсы с созданием новых компаний (совместных предприятий);
- консорциумы для реализации инвестиционных проектов;
- альянсы со слабой кооперацией.

Четкой дефиниции для такой формы сотрудничества как стратегические альянсы теоретики менеджмента до сих пор не выработали.

Определение, предложенное американскими профессорами Артуром Томпсоном-младшим и Джонни Стриклендом, можно считать расплывчатым: "Стратегический альянс – это кооперативное соглашение

между компаниями, выходящее за пределы их обычных взаимоотношений, но не предполагающее слияния или полного партнерства"¹. Чуть более конкретны в формулировках французы Бернард Гарретт и Пьер Дюссож: "Объединение независимых компаний, которые намерены заняться специфическим родом производства или хотят реализовать проект, используя интеллектуальные и материальные ресурсы друг друга, вместо того, чтобы действовать самостоятельно или идти по пути слияния или присоединения"².

Гарретт и Дюссож провели кропотливый анализ стратегических альянсов в своей одноименной книге, где разделили их на два вида: между неконкурентами и между конкурентами. К первой группе исследователи отнесли следующие типы альянсов:

- транснациональные СП: обычно сборка, иногда сбыт одним партнером продукции другого, иностранного производителя.
- вертикальные альянсы: партнерские отношения, предполагающие работу в смежных звеньях цепочки производства продукта.
- межотраслевые альянсы: соглашения компаний из разных отраслей, выпускающих не связанные общей производственной цепочкой продукты. Используются, например, для диверсификации бизнеса, расширения производственной деятельности за счет кооперации с участником интересующего рынка.

Три вида альянсов выделяются и в случае с компаниями-конкурентами:

- интеграционные: их заключают, чтобы добиться эффекта масштаба производства. Например, компании могут совместно выпускать компоненты, но затем конкурировать друг с другом на рынке готовой продукции.
- псевдоконцентрационные: здесь происходит общая разработка, производство и реализация продукта, принадлежащего всем партнерам. Часто это консорциумы, создаваемые для реализации сложных и затратных проектов – например, в тяжелом машиностроении, авиастроении.
- комплиментарные альянсы: один партнер разрабатывает и производит продукцию, а реализуется она через каналы другого. Нередко применяется для расширения географии поставок.

По формальным признакам к стратегическим альянсам также относятся разного рода картели, но создавать их в большинстве стран запрещают антимонопольные законы. Поэтому картельные соглашения редко рассматриваются в теории стратегического менеджмента.

Цели, ради которых компании вступают в стратегические альянсы, существенно различаются, но, как правило, сводятся к следующим задачам:

- передача технологий, знаний и ноу-хау, проведение совместных исследований, обучение персонала;
- получение доступа на рынок, где уже существуют сложившиеся рыночные структуры;
- достижение экономии на масштабах производства;
- снижение рисков за счет объединения опыта и ресурсов;
- объединение усилий в производстве компонентов или сборке конечной продукции;
- совместная разработка и выполнение технически сложных проектов.

В соответствии с перечисленными целями становится понятным, что основным побудительным мотивом для зарубежных участников автомобильных альянсов в России стало наличие обширного потребительского рынка, который еще очень далек от насыщения и, согласно результатам исследований ЦЭМИ РАНН, способен поглотить только в текущем году до 2 миллионов легковых автомобилей.

Рассмотрим несколько **примеров**, связанных с перечисленными целями стратегического партнерства. Так, компания "Русал" стремится создать альянс с Alcoa, потому что партнерство открывает компании дорогу на мировой рынок алюминиевого проката. Ту же задачу - получение доступа к глобальному рынку – ставило перед собой российское хедхантинговое агентство Ward Howell International. Около двух лет назад оно заключило альянс со Spencer Stuart, одной из ведущих мировых компаний в области executive search, имеющей более полсотни офисов в 25 странах.

Компания "Регент", вступая в альянс с французским дистрибутором Antalis, планирует расширить ассортимент и выйти на некоторые интересные рынки - в частности, сувенирной продукции, где позиции Antalis очень сильны. Все это должно повысить статус компании в глазах европейских поставщиков.

Альянс служит удобной площадкой для научно-исследовательских проектов, объединяя финансовые и интеллектуальные ресурсы партнеров. Но, союзов, созданных ради совместной разработки новых технологий или продуктов в России пока мало. Один из немногих таких примеров – международный консорциум участников программы "Russian Regional Jet". В ее рамках над двигателем уникальной конструкции работает тандем российского НПО "Сатурн" и французской конструкторской компании.

Стратегический альянс делает возможной реализацию сложных проектов комплексного продвижения товаров и услуг. Запущенный осенью прошлого года "Международный центр инновационных технологий" – продукт партнерства пяти представителей смежных сегментов компьютерной индустрии:

¹ Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. Искусство разработки и реализации стратегии: Учебник для вузов / Пер. с англ. -М.: ЮНИТИ, 2004.

² Гарретт Б., Дюссож П. Стратегические альянсы –Инфра-М, 2002.

Hewlett-Packard, Intel, Microsoft, SAP и "Сибинтек". В Центре, размещенном на базе российского интегратора, перечисленные компании проводят демонстрацию новейших IT-решений и отраслевую экспертизу (ТЭК, банковский сектор). Однако, у проекта только маркетинговая цель: в центре локализуются и наглядно демонстрируются продукты, которые еще не представлены на российском рынке. Расходы на проект ненамного превысили \$0,5 млн. Эту сумму и человеко-часы своих специалистов, задействованных в оснащении Центра, участники альянса разделили поровну.

Теория транзакционных издержек показала, что использование некоторых видов альянсов (например, общего филиала) может в некоторых случаях быть экономически более выгодно. В основном это случаи, когда ни рынок (то есть простой контракт на продажу продукции, заключаемый между двумя организациями), ни интеграция (слияние или поглощение) не способны минимизировать размер производственных и транзакционных затрат.

Не разрушая организационную структуру компании, альянсы, в отличие от слияния, основываются на сотрудничестве, которое предполагает, что роли и задачи партнеров оговариваются заранее и подтверждаются письменно в договоре. Помимо этого, оговаривается и область совместных действий, и если в дальнейшем эта область перестает быть интересной одному из партнеров, то от нее всегда можно отказаться. В этом и кроется основное преимущество альянсов.

Особенно принципиальной обратимость принятых стратегических решений становится при выборе нового производственного сектора или рынка. Главным является поддержание независимости каждой из фирм-партнеров. Однако, данное обстоятельство имеет и негативную сторону, которая будет описана ниже.

Организационная структура альянсов нестабильна и быстро меняется. В случае же со слияниями, наоборот, объединившиеся компании теряют свою индивидуальность, образуют единую структуру. Достаточно часто попытка интегрировать купленную компанию приводит к потере ее конкурентных преимуществ. Большое количество мелких предприятий, занятых новаторскими видами деятельности, было куплено в последние годы крупными группами. Войдя в их состав, мелкие предприятия начинают терять гибкость и способность к инновационной деятельности, то есть те качества, которые делали ее столь привлекательной мишенью для материнской компании. И это происходит несмотря на то, что численность малой компании не меняется и все ключевые специалисты остаются.

Говоря об правовых аспектах стратегических альянсов, хотелось бы отметить, что в основе альянса заложены договорные отношения. Деятельность в рамках альянса определяется не специфическим юридическим статусом, а прочными партнерскими отношениями между компаниями, заключившими альянс. Тем не менее, в некоторых случаях партнеры могут счесть более подходящей другую юридически обоснованную форму, например, общую дочернюю структуру.

Поскольку для альянсов не существует ни особой юридической формы, ни определенного законного определения, то и оформление правовой базы для них затруднено. Государственные органы власти крайне озабочены проблемой альянсов, прежде всего, из-за опасения, что подобного рода деятельность может спровоцировать появление факторов, сдерживающих конкуренцию.

На практике наибольшие подозрения всегда вызывает деятельность альянсов, заключенных между фирмами-конкурентами. Почти что во всех странах деятельность, связанная с попытками фиксирования цен, ограничения объема производства продукции или распределения между партнерами определенных частей рынка, считается противозаконной.

Непременными условиями эффективного стратегического альянса являются доверие партнеров, долгосрочное планирование, координация политики и стремление к сотрудничеству высшего и среднего менеджмента компаний-союзников. Высокие риски отличают альянсы, в которых операционное управление сосредоточено у одной из сторон, а необходимость контроля за действиями партнера по разным причинам упускается из виду. Для того, чтобы положительный эффект вступления компании в стратегический альянс превалировал над отрицательным, необходимо учитывать следующие моменты:

- наиболее успешные альянсы характеризуются взаимодополняющими товарами и схожими рыночными долями;
- в рамках стратегического альянса опасно передавать партнеру информацию, которая может повлиять на конкурентную позицию компании;
- не следует ждать от альянса немедленной отдачи, во многом результат зависит от доверия, существующего между компаниями;
- при заключении стратегического альянса следует в кратчайшие сроки и детально ознакомиться с основами ведения дел партнера в области технологии и управления и внедрить в свою деятельность наиболее рациональные идеи;
- стратегический альянс необходимо рассматривать как временное соглашение между партнерами; если он становится невыгодным, его целесообразно сразу же расторгать.

Желательно, чтобы компании, вступающие в альянс, не были прямыми конкурентами, отношения которых успели достичь известного накала. В альянсах между непримиримых конкурентов – даже работающих над локальным проектом – чаще случается утечка закрытой информации и переманивание кадров.

С точки зрения все той же коммерческой безопасности будет неплохо, если на первых порах альянс ограничит свою деятельность периферийными сферами бизнеса партнеров.

Альянсу, организованному крупными компаниями из разных регионов, следует учитывать интересы и настроения местной политической элиты. Одобрение властей позволит осуществить "мягкую" экспансию.

У стратегического альянса множество сценариев развития. Из них чаще всего встречаются следующие три.

1. Разрыв (обычно скорый и необратимый). Его причиной могут быть как ошибки в базовых расчетах совместного проекта, так и неспособность управленческих команд и их лидеров работать вместе. Объединенная металлургическая компания (ОМК) прошла через то и другое. Для выпуска труб большого диаметра ОМК решила скооперироваться с "Северсталью". Был создан "Альянс-1420" с предполагаемым объемом инвестиций \$300 млн. Однако практически на старте он развалился – выяснилось, что "Газпром", основной потребитель труб, изрядно завышает реальный платежеспособный спрос в своих закупочных прогнозах. Также не удался альянс ОМК и Челябинского трубопрокатного завода (ЧТПЗ). Первоначально партнерское соглашение предусматривало интеграцию предприятий (объединение закупочных, сбытовых и других процессов), а затем, как результат полной совместимости – слияние заводов. Речь шла о том, чтобы занять более трети национального трубного рынка. Но владелец ЧТПЗ Андрей Комаров и глава ОМК Анатолий Седых так и не смогли договориться об общих принципах управления.
2. Альянс создается под конкретный проект и по его окончании распадается (либо, теряя взаимный интерес, плавно сводят сотрудничество на нет). Такое партнерство в прошлом году заключили ТПК "Бытовая электроника "Сокол"" и "Студия Артемия Лебедева". Результатом союза пока можно считать разработку дизайна имиджевой линейки телевизоров "Фаворит". Старт их производства, первоначально намеченный на осень прошлого года, по техническим причинам перенесено на этот. Компании указывают на тот факт, что партнерство профессионального дизайн-бюро и производителя уже доказало свою эффективность в Европе. Например, дизайн популярной серии мелкогогабаритной техники Siemens (кофеварки, чайники, тостеры и т. д.) разрабатывала компания F.A Porsche Design Centre.
3. Альянс может рассматриваться как прелюдия к слиянию или поглощению. Целесообразно сначала отработать модель единого ведения бизнеса.

Московский шинный завод (МШЗ) и немецкий концерн Continental AG, занимающий четвертую позицию на мировом рынке производства шин, так и поступили. Еще в начале 1990-х МШЗ наладил тесное сотрудничество с чешским производителем шин Vagum, принадлежащим немецкому гиганту. У партнеров по альянсу было достаточно времени, чтобы получше узнать друг друга. Позже при согласии одного из крупнейших акционеров российского предприятия – московского правительства – немцы купили контрольный пакет Московского шинного завода. Continental инвестировал в перевооружение МШЗ более \$40 млн с целью наладить на нем производство нескольких марок легковых и легкогрузовых шин. Планируется, что к 2006 году предприятие будет производить 3,4 млн шин в год, что примерно втрое превышает объем российских продаж Continental на момент создания СП.

Это плавная, более спокойная и значительно менее рискованная для обеих сторон форма интеграции.

Несмотря на явные перспективы данной формы интеграции, следует рассмотреть **недостатки стратегических альянсов**.

Согласно исследованию, 479 сделок европейских компаний по слияниям, враждебным поглощениям, выделению и продаже бизнес-единиц и стратегическим альянсам, проведенному консалтинговой компанией "McKinsey", слияния компаний и враждебные поглощения в общей массе создавали стоимость, в то время как стратегические альянсы негативно сказывались на котировках корпоративных ценных бумаг.

Согласно рыночным ожиданиям, заключение компанией стратегического альянса должно повлечь за собой снижение стоимости компании, которой придется выделить ресурсы на участие в альянсе.

Часто можно встретить примеры распадов стратегических альянсов. Один из крупнейших специалистов в этой области, Харриган, проанализировав деятельность 880 альянсов, пришел к выводу, что только 40% из них существовали дольше четырех лет и только меньше 15 % смогли перейти десятилетний рубеж. По другим данным, две трети альянсов испытывают трудности в первые два года своего существования.

Во многих альянсах наибольшая опасность заключается в том, что участвующие в них компании могут достаточно хорошо изучить операции других партнеров, скопировать порядок их действий и стать успешными конкурентами.

Причина, по которой распадается большинство альянсов, кроется в желании одного из участников альянса приобрести своего партнера. Воспользовавшись сведениями, полученными в рамках стратегического сотрудничества, вполне реально поставить своего недавнего партнера в безвыходное положение, когда он не способен противостоять поглощению.

Говоря о недостатках стратегических альянсов, следует отметить, что эффективная координация деятельности самостоятельных компаний является сложной задачей (учитывая различную их мотивацию и порой противоречащие цели). Будучи в значительной степени независимыми, партнеры могут принимать решения, неоптимальные для интересов стратегического альянса в целом. Его участники постоянно вынуждены находить формы разрешения противоречий между задачами, стоящими перед стратегическим альянсом в целом и отдельными его партнерами.

Повышенный интерес российского бизнеса к транснациональным партнерствам можно прогнозировать с большой долей уверенности на годы вперед. Мировые рынки значатся в планах многих российских

компаний. На пути к глобализации неизбежно придется преодолевать рыночные, административные и культурные барьеры. Альянсы могут облегчить эту задачу. Время стратегических альянсов в России только начинается. Наши менеджеры начинают отходить от крайних форм конкуренции, становятся менее агрессивными и настраиваются на поиски взаимовыгодных схем.

Проблемы оценки компаний для целей слияния и поглощения в российских условиях

В данной работе мы рассматриваем вопрос интеграции компаний с различных точек зрения, поэтому считаю целесообразным коснуться вопросов оценки бизнеса как с экономической, так и с правовой точки зрения, так как нельзя говорить об эффективности сделок без учета конкретных методов, применяемых для расчета стоимости бизнеса.

Как правило, оценку компаний-участниц процесса слияния или поглощения называют не более чем одним из этапов сделки M&A, преуменьшая тем самым возможности ее использования в интересах той или иной стороны. На деле оценка может выступать не только удобным механизмом регулирования объема финансирования сделки, но и действенным инструментом захвата, служить другим, более "экзотичным" целям.

M&A-сделку сопровождает несколько оценочных этапов, служащих разным целям. Как известно, цели оценки подразумевают применение различных подходов и методов, придание разных весов значимости им. Как следствие, получаемые результаты оценки отличаются как по величине, так и по сфере применимости.

В наиболее общем случае оценочные работы в процессе слияний и поглощений можно разделить на предварительные и сопровождающие. В первом случае цель оценки — выявление инвестиционной стоимости объекта, во втором — рыночной.

Инвестиционная стоимость объекта оценки определяется, исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях (стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности).

Наибольшую сложность представляет предварительный этап оценки потенциального объекта M&A, синергетического эффекта от реорганизации и рисков, ее сопровождающих. Немаловажным моментом для формирования благоприятной почвы предстоящего M&A является и прогноз будущей позиции продавца — расчет условий сделки, которые могут его удовлетворить. От того, насколько качественно будет проведен предварительный этап, зависит как само осуществление сделки, так и ее последствия. По некоторым данным, главная причина неудачных сделок по слиянию и поглощению кроется именно в некачественно или неквалифицированно осуществленной предварительной оценке.

Помимо доходности, при исследовании инвестиционной стоимости требуется анализ множества других характеристик бизнеса. Если собрать воедино многочисленные попытки систематизации характеристик наиболее вероятных объектов поглощения, можно выявить противоречащие друг другу критерии и характеристики: с одной стороны, довольно часто объектами поглощения становятся плохо управляемые компании, в которых, как следствие, наблюдается спад основных производственных и финансовых показателей; с другой стороны - быстрорастущие компании с высоким потенциалом и эффективностью.

Хотелось бы остановиться на этапе рыночной оценки M&A-процесса и использования его результатов в интересах, одной из сторон.

Де-юре, на основании закона "Об акционерных обществах", при слиянии или присоединении оценку проводят:

- 1) обязательно: для установления цены выкупа акций у акционеров, проголосовавших против реорганизации;
- 2) в случаях реорганизации компаний, цена покупки которых регулярно публикуется в печати.

И рекомендательно: для определения коэффициентов обмена акций компании-цели на акции базового общества при присоединении или на акции создаваемого в результате реорганизации нового общества всех участвующих в слиянии компаний.

Законом цель этого этапа оценки определена как "определение рыночной стоимости объекта", которая является производной от стоимости бизнеса (точнее - стоимости акционерного капитала) и вполне может отличаться от курсовой стоимости акций объекта оценки.

Под **рыночной стоимостью** объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- 1) одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- 2) стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- 3) объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
- 4) цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки не было;
- 5) платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Основными преградами на пути оценки российского бизнеса становятся отсутствие развитого фондового рынка и высокая неопределенность долгосрочного планирования. Как обойти эти препятствия? Мы рассмотрим альтернативы существующим методикам.

Многие крупные российские компании переходят на концепцию управления бизнесом, основанную на стоимостном подходе (Value Based Management). Для того, чтобы управление, ориентированное на стоимость, стало возможным, необходимо иметь в распоряжении эффективные методы оценки бизнеса. Стоит ли говорить о том, что способы оценки бизнеса для принятия управленческих решений, предлагаемые западными экономистами Модильяни, Дамодараном, Коуплендом, не находят своего применения в нашей стране, где не существует развитого рынка акций, а, следовательно, и рыночной оценки самих предприятий. Все, что имеют наши компании, - три стандартных подхода к оценке: дисконтирование денежных потоков, сравнение с аналогами и определение стоимости чистых активов.

Некоторые идут дальше, разрабатывают оригинальные методы, обеспечивающие большую наглядность, вроде суммирования предстоящей прибыли за прогнозный период или определения добавленной стоимости на основе показателя экономической прибыли (EVA). Проблема таких оценок заключается в том, что они стремятся к получению одного цифрового значения стоимости бизнеса, который характеризовал бы и эффективность управления, и ценность данного предприятия на рынке, и будущую привлекательность в глазах инвесторов. Возникает вопрос: А нужно ли это?

Что бы ни говорили, стоимость бизнеса была и остается показателем, имеющим несколько значений в зависимости от целей заинтересованных сторон. Существует лишь некий ориентир стоимости, к которому стремятся сделанные оценки. При анализе стоимости одного и того же предприятия для одних и тех же целей реально получить несколько оценок, которые в равной степени будут заслуживать право на жизнь.

Методики, предлагающие одну взвешенную оценку стоимости бизнеса, можно использовать исключительно для целей купли-продажи бизнеса в том или ином его виде. Но что делать, если стоимость бизнеса нужна менеджерам не для продажи, а для формирования стратегии и принятия управленческих решений, нацеленных на реализацию стоимостного подхода к управлению?

Чтобы предложить что-то новое, следует разобраться с тем, какие недостатки обнаруживаются при использовании указанных выше способов оценки.

Трудность поиска информации и громоздкость расчета. Наличие большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности. Для оценки менеджменту следует использовать данные управленческого учета, который должен быть приспособлен для оценки.

Сложность долгосрочного планирования затрудняет применение доходных способов оценки. В основном используется ретроспектива фактических данных за прошлые периоды. В этой связи следует разрабатывать методику определения темпов роста денежных потоков или составлять прогнозы на сроки до пяти лет.

Бухгалтерская оценка активов приводит к заниженной стоимости чистых активов. Необходима рыночная переоценка всех основных фондов и, если потребуется, нематериальных активов.

Отсутствие адекватной базы для сравнения с аналогами.

При подготовке к сделке M&A оценка бизнеса должна стать основанием для решения следующих задач:

- разработка планов и стратегий развития интегрированного предприятия;
- оценка эффективности менеджмента;
- определение реальной стоимости одной акции.

При этом оценка бизнеса должна отвечать следующим требованиям:

- простота;
- наглядность;
- обоснованность;
- периодичность;
- информативность.

В целях управления стоимостью, наиболее информативными видами стоимости являются:

- рыночная стоимость чистых активов;
- капитализация бизнеса;
- стоимость бизнеса как непрерывно функционирующего предприятия, приносящего доход (DCF).

Сопоставление указанных показателей стоимости обусловит принятие стратегических решений, таких как определение направлений инвестирования, выбор вариантов распоряжения собственностью (продажа, ликвидация, реорганизация), смена продуктового ряда, обоснование места предприятия на рынке, а также оперативных решений, связанных с мотивацией персонала и мероприятиями по увеличению прибыли.

Структурно можно представить систему VBM на верхнем уровне факторов стоимости так, как показано на схеме (1). На схеме отражены методы оценки бизнеса и управленческие потребности, которые могут быть удовлетворены на их основе. Величина стоимости дисконтированных денежных потоков (DCF) сама по себе

не показательна, поэтому имеет смысл разложить ее на факторы, которые в наибольшей степени влияют на стоимость бизнеса. В данном случае это экономическая прибыль (Economic Value Added), которая показывает добавленную за период стоимость с учетом альтернативных издержек и объем инвестиций, направленных в расширение, которые добавляют стоимость в будущем.

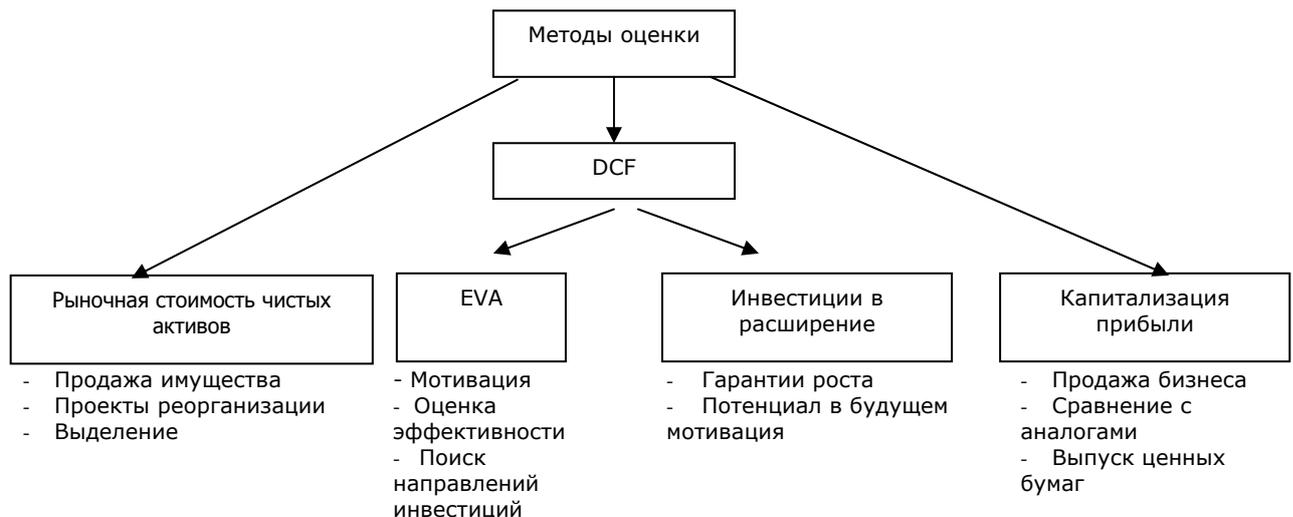
Комплексное использование предложенных методов оценки стоимости бизнеса позволит вывести статистику результатов деятельности за прошедшие периоды и создать базу для принятия управленческих решений, направленных на увеличение стоимости бизнеса для его акционеров.

Бизнес-решения, основанные на предложенной системе оценки, будут укладываться в рамки классической теории стоимостного управления, с учетом российской специфики.

По результатам проведенной оценки целесообразно заполнить аналитическую таблицу, из которой можно проследить альтернативные варианты стоимости и оценить факторы, ее сформировавшие.

Схема 1. Методы оценки стоимости

Система VBM на верхнем уровне факторов стоимости



Сравнительный анализ стоимости

Стоимость бизнеса (DCF)	Факторы стоимости (DCF)		Альтернативная стоимость	
	EVA (прошлое)	Инвестиции в расширение (будущее)	Капитализация прибыли (минимальная стоимость)	Рыночная стоимость чистых активов (стоимость имущества)
...

Источник: Полуэктов А.А. Новые методы оценки компаний в сделках слияния и поглощения -М.: МАКС Пресс, 2003

Далее рассмотрим методы оценки стоимости бизнеса более подробно:

Рыночная стоимость чистых активов. Показатель необходим для определения цены, по которой может быть продан бизнес как имущественный комплекс. В случае если оценка, полученная при использовании других методов, окажется ниже стоимости чистых активов, есть смысл подумать о продаже бизнеса или его реорганизации. Чтобы определить рыночную стоимость чистых активов (ЧА), необходимо не реже раза в год производить оценку основных средств (ОС) предприятия собственными силами или силами независимых оценщиков. В результате величина чистых активов может быть рассчитана по формуле 1:

$$\text{ЧА рын.} = \text{ОС рын.} + \text{Прочие активы} - \text{Кредиторская задолженность} \quad (1)$$

Капитализация бизнеса. Оценка стоимости бизнеса, полученная по методу капитализации прибыли, позволяет дать экспресс-оценку стоимости компании и показывает минимальную сумму, за которую в максимально короткие сроки может быть продан бизнес как действующее предприятие. Этот самый наглядный показатель, по сути, представляет собой объем прибыли, которая будет получена при существующих условиях за ожидаемый период окупаемости инвестиций (формула 2).

$$\text{КП} = \text{ЧП} / r \quad (2)$$

КП - капитализация прибыли;

r - ставка дисконтирования;

ЧП - чистая прибыль после уплаты налогов за прошедший период.

Существует несколько способов определения ставки дисконтирования; выбор способа ее расчета зависит от ряда условий, таких как наличие достоверной информации о доходности на различных рынках, понимания структуры капитала и т. д. Чаще всего для получения размера ставки дисконтирования используется кумулятивный метод, когда так называемую безрисковую ставку постепенно увеличивают, приплюсовывая к ней дополнительные риски, возникающие в связи с конкретным активом. При этом чувствительность результата к размеру ставки такова, что лишняя пара процентов может серьезно повлиять на величину стоимости компании, т.к. доходный метод является наиболее значимым и весомым при определении итоговой оценки стоимости.

Некоторые российские компании определяют требуемую ставку доходности (ставку дисконтирования) экспертным методом, исходя из ожиданий собственников в отношении своего бизнеса. Такая ставка дисконтирования является фиксированной на определенном промежутке времени и действует для всех проектов и задач внутри компании. Практика показывает, что величина требуемой доходности, устанавливаемой российскими промышленными предприятиями, действующими в традиционных отраслях экономики, колеблется в интервале от 20 до 30%.

Стоимость бизнеса как непрерывно функционирующего предприятия, приносящего доход (DCF).

Здесь имеется в виду величина свободного денежного потока, который может быть аккумулирован бизнесом за определенный период времени, с учетом альтернативных возможностей. При помощи данного показателя можно оценить потенциал бизнеса, его преимущества перед конкурентами и максимальную цену, за которую может быть продан бизнес или его часть. Расчет дисконтированного денежного потока должен учитывать трудности долгосрочного планирования в российских условиях. Как правило, в России планируется деятельность на один год; на будущее прогнозируется определенный темп роста основных показателей (формула 3).

$$DCF = CF_0 + \sum (CF_i / (1+r)^i) \quad (3)$$

CF₀ - денежный поток от собственного капитала за прошедший период;

CF₁ - денежный поток от собственного капитала на следующий год;

CF_i = CF₁ × k × (i - 1);

i - горизонт планирования (лет);

k - планируемый ежегодный темп роста бизнеса (если отсутствуют долгосрочные планы);

r - ставка требуемой доходности (ставка дисконтирования).

Горизонт планирования выбирается, исходя из технологического цикла, или в зависимости от требований собственников к срокам окупаемости бизнеса. Для российских промышленных предприятий корректно использовать горизонт планирования от трех до пяти лет.

Ключевые факторы стоимости: EVA и инвестиции в развитие. Стоимость, рассчитанная по методу DCF, является доходной характеристикой бизнеса. Однако для управленческих целей этот метод не показывает источники создания стоимости. Из формулы 3 видно, что стоимость бизнеса зависит как от прошлой деятельности (CF₀), так и от будущего роста компании (CF_i). Уже созданная стоимость бизнеса характеризуется показателем экономической прибыли. Создание стоимости бизнеса в будущем зависит от размера инвестиций в развитие. Конечно, осуществление инвестиций еще не говорит о том, что они окажутся рентабельными - существуют определенные риски, но сам факт инвестирования означает, что:

- были найдены средства;
- приобретены либо созданы определенные материальные или нематериальные ценности;
- менеджмент бизнеса осознает необходимость его развития и заинтересован в его расширении.

Инвестиции в развитие отличаются от инвестиций в замещение тем, что в результате их осуществления создаются новые продукты, новое производство, осваиваются новые рынки, совершенствуются существующие технологии. Инвестиции в замещение направлены на замену устаревшего оборудования - они не создают стоимость, а лишь поддерживают ее (формула 4).

$$EVA = NOPLAT - WACC * ИК \quad (4)$$

NOPLAT - чистая операционная прибыль до выплаты процентов с учетом налогов;

WACC - средневзвешенная ставка капитала;

ИК - величина инвестированного капитала (чистые активы рыночные + долгосрочные и краткосрочные займы).

Инвестированный капитал, так же как и чистые активы, следует оценивать по рыночной стоимости. Метод аналогов на базе сравнительного (рыночного) подхода позволяет относительно свободный выбор объектов сравнения (несколько наиболее схожих, всех представителей отрасли в России и/или в Европе, В мире) и мультипликаторов-коэффициентов для расчета стоимости обыкновенных акций (P/E, P/Sales и т.д.). Более того, для получения коэффициента пересчета оценщик вправе воспользоваться "среднеотраслевой величиной", представляющей среднее арифметическое, медиану или же коэффициент наиболее близкого аналога к объекту оценки.

Итак, для целей управления стоимостью компании может использоваться несколько методов оценки и, соответственно, несколько показателей стоимости. Эти показатели не подлежат интегрированию - они анализируются отдельно, сравниваются друг с другом. Использование системы оценки бизнеса,

предложенной нами связано с определенными затратами на рыночную оценку имущества. Однако без нее сама оценка бизнеса теряет смысл, так как бухгалтерские активы большинства отечественных компаний в силу особенностей учета являются недооцененными.

Е.О. Гончаренко,
ведущий специалист
ЗАО "И.Л.Т.С."

Источник: Гончаренко Е.О. Слияния и поглощения. Учебный модуль. ГОУВПО Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России. –М.: ВАВТ, 2006