

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПРИСОЕДИНЕНИЯ

Н. С. Барышникова

Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ»,
Новосибирск, Россия

А. П. Баранова

Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ»,
Новосибирск, Россия

В статье дан обзор представлений о сути реструктуризации компании, процесса слияния и поглощения, методах оценки стоимости в процессе слияния и присоединения компаний. Возникла необходимость в сравнительной характеристике методов оценки стоимости организации. Сделан вывод об области применения доходного, затратного и сравнительного метода при оценке стоимости в сделках слияния и присоединения. Оценка, полученная в результате применения показателей финансового анализа, дает возможность менеджменту компании решить проблемы стратегического выбора и позволяет сравнивать альтернативы стратегии, выносить суждение о целесообразности сделки слияния и присоединения.

Ключевые слова: реструктуризация, слияние и присоединение, оценка стоимости.

Актуальность исследования механизма реструктуризации компаний определяется повышением финансовых рисков в их деятельности и развитием конкурентной борьбы. Причиной реструктуризации является низкая эффективность деятельности компании, вызванная несоответствием характеристик бизнеса меняющимся требованиям рынка. Следствиями становятся неудовлетворительные финансовые показатели, высокий уровень дебиторской и кредиторской задолженности, дефицит оборотных средств. Необходимость в реструктуризации может возникнуть у любой компании. Трансформация бизнеса или рыночных условий требует адекватного изменения системы управления. И дальновидные руководители проводят преобразования, не дожидаясь снижения эффективности бизнеса [1].

Совершение сделок слияния и присоединения является одним из основных путей реструктуризации компании. Объем сделок по слиянию и поглощению в России за 2021 год вырос на 17 % относительно 2020-го и достиг 46,47 млрд долл. Всего было заключено 597 сделок, что на 29 % превосходит показатель годичной давности. Об этом свидетельствуют данные информационного агентства АК&М, обнародованные в середине февраля 2022 года. Согласно исследованиям АК&М, в 2021 году основной прирост на рассматриваемом рынке обеспечили химическая и нефтехимическая отрасли (сегмент торговли), а также телекоммуникации. На долю этих отраслей пришлось 50 % от объема всех сделок, совершенных в четвертом квартале 2021 года. К сожалению, не всем вновь образовавшимся компаниям удается реализовать планировавшиеся синергетические эффекты и повышение акционерной стоимости компании.

Понятие «реструктуризация» происходит от английского «restructuring», образующееся, согласно Кембриджскому словарю, от глагола «restructure», который, в свою очередь, дословно переводится как реструктурировать, преобразовать структуру, то есть организовать компанию, бизнес, систему по-новому, чтобы сделать ее деятельность более эффективной.

Слияния и присоединения – процессы укрупнения бизнеса и капитала, в результате которых на рынке вместо нескольких компаний появляется, например, одна, более крупная, происходит расширение с целью увеличения стоимости компании, которое происходит в результате:

- реализации конкурентного потенциала, появившегося за счет упрочнения позиций объединенной компании на рынке;
- получения производственных, технологических и управленческих выгод;
- снижения совокупного риска за счет объединения компаний различного профиля деятельности;
- синергетического эффекта, который заключается в превышении совокупного результата объединенной компании суммы результатов объединившихся компаний [2].

Сделки слияния и присоединения совершаются в три этапа (рис. 1).

На первом этапе проводится анализ текущего состояния компании, уточняются потенциальные объекты присоединения, отбираются наиболее подходящие и предпочтительные объекты, проводится углубленный анализ выбранных объектов и начинается подготовка к проведению переговоров, оценивается стоимость.

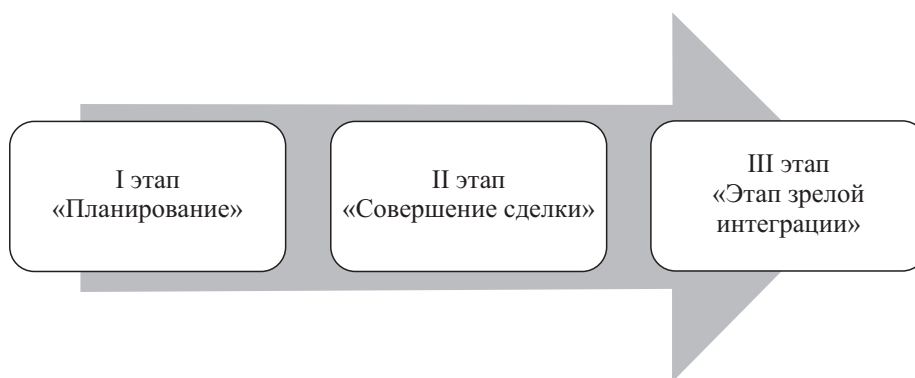


Рис. 1. Этапы сделки слияния и присоединения

Второй этап – совершение сделки, на котором производятся:

- переговоры с представителями компаний-объектов;
- прединвестиционное исследование;
- определение рисков, а также способов их минимизации;
- оценка стоимости объекта сделки;
- определение формы сделки и особенностей перехода прав собственности;
- выбор источника финансирования;
- закрытие сделки.

Третий этап – самый сложный, поскольку нет единого алгоритма проведения интеграции компаний. В результате новообразованная компания должна быть более эффективной, чем каждая из тех, что участвовала в сделке.

Слияния и присоединения как пути реструктуризации компании целесообразны в случае необходимости увеличения ее конкурентоспособности и стоимости. Известны три подхода, применяемые при оценке стоимости бизнеса с целью его дальнейшего участия в сделке слияния и присоединения: доходный, сравнительный и затратный. Главным для применения из них является *доходный подход*. *Сравнительный подход* используется гораздо реже, поскольку обуславливается сложностью выбора объекта аналога. Применение *затратного подхода* в подобных ситуациях также довольно редко, поскольку его использование может занижить стоимость компании в виду игнорирования добавочной стоимости от организации ресурсов. Но сравнительный и затратный подходы могут быть использованы в рамках доходного подхода. Так, для корректировки ставки дисконтирования на уровень дополнительной доходности может быть применен сравнительный подход, а на основе полученных данных может проводиться проверка реалистичности доходов от проявления синергетического эффекта, поскольку не все сделки слияния и присоединения преследуют цель извлечения синергетических выгод [4].

В рамках доходного подхода могут быть использованы следующие методы: метод дисконтирования денежных потоков; метод капитализации дохода¹.

Метод *дисконтирования денежных потоков* является наиболее употребляемым методом при использовании доходного подхода. Метод *капитализации дохода* в большей степени используется в оценке стоимости крупных компаний, которые достаточно долгое время находятся на рынке, имеют стабильный и предсказуемый денежный поток, в ином случае результаты применения данного метода могут оказаться субъективными. Таким образом, отмечаем большое разнообразие методов, но сохраняется необходимость в простом и понятном алгоритме оценки, применяемом в сделках слияния и присоединения.

На первом этапе целесообразно вычислить свободный денежный поток (*Free Cash Flow*).

$$FCF = \text{Денежный поток от операционной деятельности} - \text{Капитальные затраты}, \quad (1)$$

где *Денежный поток от операционной деятельности* включает в себя:

прибыль до вычета налога и процентов, то есть ЕБИАТ, налог на прибыль и амортизационные отчисления;

Капитальные затраты представлены уменьшением чистого оборотного капитала и продажей активов.

Следующий этап – дисконтирование полученного значения денежного потока и получение чистой приведенной стоимости.

$$NVP = FCF_1/(1+R)^1 + FCF_2/(1+R)^2 + FCF_3/(1+R)^3 + FCF_4/(1+R)^4 + FCF_5/(1+R)^5, \quad (2)$$

где *NVP* – чистая приведенная стоимость;
FCF – свободный денежный поток;
R – ставка дисконтирования.

¹ Приказ Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 (ред. от 30.11.2022) «Об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки (Приложение 5 "Федеральный стандарт «Подходы и методы оценки (ФСО V)»")».

Методы расчета ставки дисконтирования: укрупненный метод; кумулятивный метод.

Укрупненный метод заключается в вычислении средневзвешенной стоимости капитала (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*).

$$WACC = R_e \times E / V + R_d \times D / V \times (1 - t_i), \quad (3)$$

где R_e – ставка доходности собственного капитала;

E – рыночная стоимость собственного капитала;

V – рыночная стоимость собственного и заемного капиталов;

D – рыночная стоимость заемного капитала;

R_d – ставка доходности заемного капитала;

t_i – ставка налога на прибыль.

Рыночная стоимость собственного и заемного капитала рассчитывается путем сложения рыночной стоимости собственного и заемного капиталов:

$$V = E + D. \quad (4)$$

Для вычисления ставки доходности собственного капитала обычно используется модель оценки финансовых активов (*Capital Assets Pricing Model, CAPM*), которая была предложена в середине 60-х годов XX века У. Шарпом [3, с. 258–310], Дж. Трейнором, Дж. Линтером и Я. Моссином:

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f), \quad (5)$$

где R_f – безрисковая ставка дохода;

β – коэффициент, показывающий степень чувствительности изменения доходности акции к динамике фондового рынка;

R_m – рыночная ставка доходности;

$(R_m - R_f)$ – премия за риск.

$$\beta = cov_{a,b} / \sigma^2, \quad (6)$$

где $cov_{a,b}$ – ковариация доходности ценной бумаги a с доходностью рыночного портфеля b ;

σ – стандартное отклонение доходности по рынку ценных бумаг.

В случае если организационно-правовая форма компании – не «акционерное общество», можно воспользоваться базой данных А. Дамодарана и выбрать β -коэффициент в соответствии с отраслью, к которой относится оцениваемая компания.

Кумулятивный метод вычисления ставки дисконтирования основан на сочетании минимальной рыночной ставки дисконтирования, темпа инфляции и премии за риск:

$$d = E_{min} + I + r, \quad (7)$$

где E_{min} – минимальная реальная ставка дисконтирования;

I – темп инфляции;

r – премия за риск.

Для вычисления темпа инфляции необходимо обладать такими данными, как показатели индекса цен базового и текущего периодов:

$$I = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \times 100\%, \quad (8)$$

где P_t – показатель индекса цен текущего периода;

P_{t-1} – показатель индекса цен базового периода.

Оценить стоимость компании можно при помощи коэффициента привлекательности бизнеса. Для этого необходимо определить свободный денежный поток, стандартное отклонение по отраслям и видам деятельности, задать срок эксплуатации, определить нужное значение коэффициента привлекательности бизнеса.

Стоимость оцениваемой компании рассчитывается по формуле:

$$V = FCF \times K_{nb}, \quad (9)$$

где FCF – свободный денежный поток,

K_{nb} – коэффициент привлекательности бизнеса.

Применим методический инструментарий к оценке стоимости объекта.

Общество с ограниченной ответственностью «Х» осуществляет комплексные поставки резинотехнических изделий промышленного назначения. Необходимо провести стандартный анализ финансово-хозяйственной деятельности ООО «Х» для определения параметров, необходимых для оценки стоимости компании. Рассматривая показатели деятельности компании за анализируемый период, следует отметить, что 2021 год оказался благоприятным для компании, была получена выручка на 56,2 %, больше, чем годом ранее. Совокупные активы компании на конец 2021 года выросли на 60,9 % по сравнению с 2020 годом. Прибыль ООО «Х» за 2021 год увеличилась на 55,3 % по сравнению с предшествующим годом.

Вторым объектом оценки выступает ООО «С» – российский производитель рукавов высокого давления. 2021 год оказался достаточно благоприятным для компании, объем продаж увеличился на 51,4 %, активы на 0,3 %. В 2021 году ООО «С» была получена прибыль в размере 44 246 тыс. руб.

Рассмотрим гипотетическую сделку слияния и присоединения ООО «Х» и ООО «С». Сделка присоединения компании, работающей на стабильно растущем рынке, может быть успешно описана в терминах реальных опционов. Для руководителя присоединяемой компании сделка является исполнением реального пут-опциона по ликвидационной стоимости компании. Для руководителя компании, к которой происходит присоединение – это приобретение реального колл-опциона по цене, равной инвестициям. Далее в оценке стоимости компаний будет использован метод, основанный на оценке свободного денежного потока и коэффициента привлекательности бизнеса. В результате проведения сделки стоимость ООО «Х» должна оказаться выше стоимости ООО «Х» и ООО «С» по отдельности.

Таблица 1

Показатели рентабельности ООО «Х»

Показатель	Формула	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Рентабельность продаж (ROS)	$ROS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times 100$	0,23	6	5,9
Рентабельность собственного капитала (ROE)	$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} \times 100$	1,73	29,3	33,2
Рентабельность текущих активов (RCA)	$RCA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборотные средства}} \times 100$	0,8	16,6	16,4
Рентабельность внеоборотных активов (RFA)	$RFA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Внеоборотные средства}} \times 100$	4,5	118,6	203,7

Таблица 2

Показатели рентабельности ООО «С»

Показатель	Формула	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Рентабельность продаж (ROS)	$ROS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times 100$	2,28	-1	9
Рентабельность собственного капитала (ROE)	$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} \times 100$	2,6	-0,1	11,8
Рентабельность текущих активов (RCA)	$RCA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборотные средства}} \times 100$	5,7	-0,2	24
Рентабельность внеоборотных активов (RFA)	$RFA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Внеоборотные средства}} \times 100$	1,8	-0,08	9,9

Следует начать с оценки стоимости компании ООО «Х». Для начала рассчитаем свободный денежный поток по формуле 1.

$$FCF = 47\,504 \text{ тыс. руб.} - 9\,659 \text{ тыс. руб.} + 1\,962 \text{ тыс. руб.} - 7\,650 \text{ тыс. руб.} = 32\,157 \text{ тыс. руб.}$$

Стандартное отклонение доходности, характерное для угольной промышленности – 40,43 %. Задаем срок эксплуатации – 10 лет. На основе схемы значений коэффициентов привлекательности бизнеса выделяем значение 0,6916. И оцениваем объективную стоимость бизнеса по формуле 12.

$$V = 32 \text{ млн руб.} \times 0,6916 = 22,1 \text{ млн руб.}$$

Далее оценим стоимость компании ООО «С».

$$FCF = 58\,381 \text{ тыс. руб.} - 14\,135 \text{ тыс. руб.} + 6\,232 \text{ тыс. руб.} - 2\,360 \text{ тыс. руб.} = 48\,118 \text{ тыс. руб.}$$

Отклонения по отрасли, а также срок эксплуатации остаются неизменными, то есть показатели 40,43 % и 10 лет, соответственно. Следовательно, и значение коэффициента привлекательности

бизнеса – 0,6916. Далее оцениваем стоимость бизнеса:

$$V = 48 \text{ млн руб.} \times 0,6916 = 33,2 \text{ млн руб.}$$

Стоимость бизнеса ООО «С» составила 33,2 млн руб. Если сравнить получившиеся показатели стоимости бизнеса рассматриваемых компаний, то можно отметить, что стоимость присоединяемой компании выше на 11,1 млн руб. Однако это не значит, что смысл присоединения компании ООО «С» отсутствует, поскольку для ООО «Х» данная сделка является равной инвестицией. Для вычисления предполагаемой стоимости ООО «Х» после присоединения ООО «С» следует сложить получившиеся стоимости компаний:

$$V = 22,1 \text{ млн руб.} + 33,2 \text{ млн руб.} = 55,3 \text{ млн руб.}$$

В результате сделки присоединения стоимость ООО «Х» составит 55,3 млн руб. Данный показатель превышает первоначальные стоимости обеих компаний. Из чего следует, что и первоначальная цель данной сделки – сделать деятельность новой компании более эффективной – может быть достигнута.

Литература

1. Голова Е. Е., Баетова Д. Р. Оценка стоимости бизнеса в современных условиях // *Фундаментальные исследования*. 2020. № 4. С. 15–20. DOI: 10.17513/fr.42716.

2. Ажлуни А. М., Никитин С. А., Долгих Е. Л. К вопросу оценки стоимости бизнеса методом прямой капитализации ожидаемого дохода // *Вест-*

ник аграрной науки. 2020. № 3 (84). С. 76–82. DOI: 10.17238/issn2587-666X.2020.3.76.

3. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. *Инвестиции*. – М.: НИЦ Инфра-М, 2018. 1040 с. URL: <https://znanium.com/catalog/document?id=302128> (дата обращения: 11.06.2023).

4. Косорукова И. В. *Методологические проблемы оценки стоимости бизнеса: теория и практика: монография*. – М.: ООО «СинергияПРЕСС», 2012. – 384 с.

Сведения об авторах

Барышникова Наталья Сергеевна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры корпоративного управления и финансов ФГБОУ ВО «Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ», Новосибирск, Россия.

E-mail: n.s.baryshnikova@edu.nsuem.ru

Баранова Алена Павловна – магистрант ФГБОУ ВО «Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ», Новосибирск, Россия.

E-mail: barns111@rambler.ru

BUSINESS VALUATION IN MERGERS AND ACQUISITIONS

N. Baryshnikova

*Novosibirsk State University of Economics and Management,
Novosibirsk, Russia*

A. Baranova

*Novosibirsk State University of Economics and Management,
Novosibirsk, Russia*

The article provides an overview of ideas about the essence of the company's restructuring, the process of mergers and acquisitions, methods of valuation in the process of mergers and acquisitions of companies. There was a need for a comparative description of the methods of assessing the value of the organization. The conclusion is made about the scope of the profitable, costly and comparative method in assessing the value in merger and acquisition transactions. The assessment obtained as a result of the application of financial analysis indicators enables the company's management to solve the problems of strategic choice and allows comparing alternatives to the strategy, making a judgment on the feasibility of a merger and affiliation transaction.

Key words: restructuring, merger and accession, valuation.

References

1. Golova E. E., Baetova D. R. Business valuation in modern conditions, *Fundamental'nye issledovaniya*, 2020, No. 4, pp. 15-20. DOI: 10.17513/fr.42716.

2. Azhluni A. M., Nikitin S. A., Dolgikh E. L. On the issue of assessing the value of a business by direct capitalization of expected income, *Vestnik agrarnoi nauki*, 2020, No. 3 (84), pp. 76-82. DOI: 10.17238/issn2587-666X.2020.3.76.

3. Sharp U., Aleksander G., Beili Dzh. *Investitsii* [Investments], Moscow: NITs Infra-M, 2018, 1040 p. Available at: <https://znanium.com/catalog/document?id=302128> (date of application: 11.06.2023).

4. Kosorukova I. V. *Metodologicheskie problemy otsenki stoimosti biznesa: teoriya i praktika: monografiya* [Methodological problems of business valuation: theory and practice: monograph], Moscow: ООО «СинергияPRESS», 2012, 384 p.

About the authors

Natal'ya S. Baryshnikova – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Corporate Governance and Finance, Novosibirsk State University of Economics and Management, Novosibirsk, Russia.

E-mail: n.s.baryshnikova@edu.nsuem.ru

Alena P. Baranova – Master's student of Novosibirsk State University of Economics and Management, Novosibirsk, Russia.

E-mail: barns111@rambler.ru