



УДК 338.988:622.323

СДЕЛКИ ПО СЛИЯНИЮ-ПОГЛОЩЕНИЮ КОМПАНИЙ МИНЕРАЛЬНО-СЫРЬЕВОГО КОМПЛЕКСА: ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ И ПРОБЛЕМЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ

MERGERS AND ACQUISITIONS OF MINERAL RESOURCES COMPANIES: EFFICIENCY ASSESSMENT AND ECONOMIC SECURITY ISSUES

Кузовлева Нина Федоровна

кандидат экономических наук,
профессор кафедры экономической экспертизы и
финансового мониторинга,
Российский технологический университет г. Москва

Прокофьева Людмила Михайловна

кандидат геолого-минералогических наук,
доцент кафедры экономики минерально-сырьевого комплекса,
Российский государственный геологоразведочный университет
имени Серго Орджоникидзе

Аннотация. Рассматриваются особенности и недостатки способов оценки эффекта синергии, даются предложения по использованию комплексной модели оценки эффекта синергии на основе дисконтирования денежных потоков с последующей корректировкой на показатели, влияющие на оценку эффекта синергии при слияниях-поглощениях компаний, в т.ч. на деловую репутацию компании в целях обеспечения экономической безопасности сделок слияний-поглощений на предприятиях минерально-сырьевого комплекса.

Ключевые слова: эффект синергии, методы оценки, справедливая стоимость акций, экономическая безопасность.

Kuzovleva Nina Fedorovna

Candidate of Economic,
Professor of the Department of Economic
Expertise and Financial Monitoring,
Russian Technology University, Moscow

Prokofieva Liudmila Mikhailovna

Candidate of Geology,
Associated Professor of Economics of
Mineral Resources Complex Department
Russian State Geological Prospecting
University named after S. Ordzhonikidze

Annotation. The article discusses the features and disadvantages of methods for assessing the synergy effect, and offers suggestions for using a comprehensive model for assessing the synergy effect based on discounting cash flows, followed by adjusting for indicators that affect the assessment of the synergy effect in mergers and acquisitions of companies, including the business reputation of the company in order to ensure the economic security of mergers and acquisitions at enterprises of the mineral and raw materials complex.

Keywords: synergy effect, valuation methods, fair value of shares, economic security.

Падение спроса и снижение цен на минеральное сырье, в первую очередь нефть, из-за непредвиденных событий пандемии 2020 года ведет к ухудшению финансового положения добывающих предприятий минерально-сырьевого комплекса и даже к банкротству мелких и средних компаний. В то же время крупные и более успешные компании получили возможность нарастить свои активы. Приобретение новых активов, создание совместных предприятий и различного рода альянсов в конечном счете могут способствовать укреплению позиций на рынках, росту рентабельности производства. Кроме того, сказывается эффект масштаба, который позволяет компаниям действовать более гибко в условиях нарастающей конкуренции.

Вместе с тем, необходимо отметить, что около 70 % сделок слияний-поглощений приводят к уменьшению акционерной стоимости компании, прежде всего, вследствие недооценки факторов, от которых зависит стоимость новой компании, и неверного подхода к оценке эффекта от сделок слияний-поглощений, что, безусловно, влияет на обеспечение экономической безопасности предприятий добывающих отраслей.

Так, по мнению Ищенко С.М. [1] при определении величины эффекта синергии учитываются лишь выгоды, которые получит компания-покупатель от приобретения компании-цели, но не учитываются затраты, понесенные во время осуществления сделки, такие как:

- премия, выплачиваемая на акции при покупке компании-цели, которая может быть особенно велика в случае враждебного поглощения;
- дополнительные инвестиции на реструктуризацию (например, модернизация, оплата долгов приобретенной компании, расходы по выводу ее из финансового кризиса);
- затраты и потери, понесенные в ходе поглощения, или транзакционные издержки, к числу которых относятся затраты на составление проекта контракта, проведение переговоров и обеспечение гарантий реализации соглашения, расходы на организационные и эксплуатационные расходы, затраты, связанные с точным выполнением контрактных обязательств, затраты на поиск и обработку необходимой информации. К таким затратам также можно отнести затраты на государственную реги-



страцию и учреждение новой организации, издержки ведения реестра, издержки фондовых операций и эмиссии, почтовые и рекламные издержки, затраты на судебный процесс, если при слиянии-поглощении возникнут спорные вопросы.

Улучшения, приносимые объединением компаний, должны превышать те, которые инвесторы уже ожидают от покупателя и компании-цели, действующих отдельно. Уровень этих ожидаемых автономных улучшений есть первая планка, которую должно преодолеть любое объединенное предприятие. Когда покупатель выплачивает премию акционерам компании-цели, текущая стоимость любых выгод, приносимых объединенным предприятием, должна быть уменьшена на эту премию. Чем выше уплаченная премия, тем ниже потенциальные выгоды покупателя. Покупатели также должны понимать: передавая первоначальные синергетические выгоды продавцу в виде премии, что они остаются с задачей достижения остающихся синергетических эффектов, что нередко оказывается наиболее трудным делом [2].

Одной из наиболее распространенных ошибок при создании модели оценки эффекта синергии является суммирование прибылей обеих компаний и их синергетических эффектов. При этом не учитывается некоторое снижение прибыли вследствие размывания прибыли, т.е. отрицательной синергии, или «побочных эффектов слияния».

Таким образом, использование в модели переменных, учитывающих затраты по проведению сделок слияний-поглощений, позволит более объективно подойти к определению величины эффекта синергии и выявить неперспективные сделки, когда с учетом затрат эффект синергии окажется отрицательным, что, безусловно, скажется на экономической безопасности компании.

Применяемые на практике модели основаны на определении единовременного эффекта синергии и не учитывают эффект, который проявляется не сразу после объединения, а в последующих периодах. Поэтому при оценке эффекта синергии нужно рассматривать денежные потоки компании за ряд последующих лет, приводя их величину к текущему моменту на основе дисконтирования.

Также, необходимо отметить, что современные модели оценки эффекта синергии не учитывают качественные преимущества сделок слияний-поглощений, к числу которых можно отнести социальный и экологический аспекты проявления эффекта синергии, эффект командной синергии (рост доходов или снижение расходов компании в результате объединения управленческих способностей менеджеров или профессиональных навыков сотрудников компаний). Большинство слияний-поглощений, признанных неудачными, оказались таковыми как раз вследствие противодействия менеджеров приобретенной компании или невозможности преодоления социально-культурных различий между сотрудниками объединенного предприятия [3].

Кроме того, необходимо учитывать влияние слияния-поглощения на деловую репутацию компании. Сделка может принести компании высокую прибыльность, но испортить ее репутацию, что в дальнейшем может лишить организацию множества перспективных проектов.

В связи с этим представляется актуальным предложить новый подход к оценке величины эффекта синергии для предприятий минерально-сырьевого комплекса (МСК) и сделать вывод о необходимости разработки комплексной модели оценки эффекта синергии при слияниях-поглощениях компаний, а также совершенствовать алгоритм принятия управленческих решений по отбору перспективных сделок, применение которого будет способствовать обеспечению экономической безопасности предприятий МСК.

Представляется целесообразным при расчете величины эффекта синергии использовать модель дисконтирования денежных потоков с последующей корректировкой на показатели, влияющие на оценку эффекта синергии при слияниях-поглощениях компаний, в т.ч. экспертную оценку влияния на деловую репутацию компании. Кроме того, рост выручки и экономия расходов при проявлении разных форм эффекта синергии необходимо рассматривать в контексте особенностей отдельных отраслей и с учетом непосредственного эффекта, который с наибольшей вероятностью может проявиться у предприятий данной отрасли.

Оценщику, применяющему данную модель, необходимо:

- сформировать базу данных по сделкам слияния-поглощения за ряд лет и вести статистику движения курсов акций компаний, участвовавших в данных сделках;
- сформировать базу данных по компаниям-аналогам, акции которых активно покупаются и продаются на биржах (в разрезе отдельных отраслей);
- определить денежный мультипликатор, на основе которого будет рассчитываться справедливая стоимость акции компании;
- отслеживать динамику справедливой стоимости акции компаний, участвовавших в сделках слияния-поглощения, определенной при помощи выбранного мультипликатора;
- сформировать базу данных справедливой стоимости акции, определенной при помощи выбранного мультипликатора по компаниям-аналогам (в разрезе отдельных отраслей).

Необходимо отметить, что рыночная стоимость акций может быть сильно переоценена, или же недооценена. Определение денежного мультипликатора может проводиться методом экспертных оценок в зависимости от специфики деятельности компании. Основные мультипликаторы, на которые можно опираться при расчете справедливой стоимости акции, представлены в таблице 1.



Таблица 1 – Показатели, используемые для расчета справедливой стоимости акций

Мультипликатор	Расшифровка показателя
Справедливая стоимость акции по P/E	Соотношение цены и прибыли компании
Справедливая стоимость акции по PEG	Соотношение цены акции с прибылью на акцию и ожидаемой будущей прибылью компании
Справедливая стоимость акции по P/S	Соотношение цены и выручки компании
Справедливая стоимость акции по EV/EBITDA	Отношение стоимости компании к ее прибыли до вычета налогов, процентов и амортизации
Справедливая стоимость акции по EV/S	Соотношение стоимости компании и ее выручки

Обязательно нужно вести обзор информации в крупнейших СМИ о возможной предстоящей сделке слияния-поглощения, что, несомненно, влияет на начальную стоимость акций компаний. Это позволит сформулировать объективные выводы о перспективности намечаемой сделки и примерной величине ожидаемого эффекта синергии. Данный подход применим для экспресс-оценки ожидаемого эффекта синергии и предварительного отбора компаний-целей для участия в сделках слияний-поглощений, а также вступления компании в новые проекты.

Можно предложить следующий алгоритм оценки эффекта синергии, который включает в себя следующие этапы.

1. Определение основных временных промежутков вступления в сделку: от момента фактического (прогнозного) оповещения СМИ общественности о планируемой сделке до фактического вступления в сделку.
2. Фиксирование рыночной цены акции до вступления в сделку (фактическая / прогнозная).
3. Выбор мультипликатора для расчета справедливой цены акции в течении всего периода прогнозирования (фактической) оценки эффекта синергии.
4. Расчет справедливой стоимости акции в момент объявления широкой общественности о планируемой сделке (фактический / прогнозный).
5. Расчет справедливой стоимости акции после вступления в сделку (фактический / прогнозный).
6. Расчет рыночной капитализации компании в установленные временные промежутки, оценка изменений.
7. Обзор информации СМИ, поиск (прогноз) других возможных причин изменения капитализации компаний.
8. Оценка отражения сделки на деловой репутации компании, оценка нематериальных выгод с учетом специфики отрасли.
9. Разработка на основе предложенного механизма отбора эффективных сделок рекомендаций по принятию управленческих решений относительно целесообразности заключения сделки по слиянию-поглощению компаний.

Несомненно, количественный эффект синергии от совершенных сделок на рынке слияний-поглощений будет всегда иметь первостепенное значения для организаций, поскольку любая компания стремится заработать на сделках прибыль. Однако, немаловажными являются и качественные критерии, которые могут позволить компании выйти на принципиально новый уровень развития, занять новую нишу на рынке производства и реализации продукции, выйти на международный уровень. Оценка эффекта синергии при слияниях-поглощениях компаний является сложным процессом, и для качественного его осуществления нужно придерживаться сформированного алгоритма, который позволит учесть все возможные последствия. Не стоит забывать и о нематериальных благах, особенно о деловой репутации фирмы, которая зарабатывается долгим и упорным трудом, и очень тяжело восстанавливается.

Предложенная методика оценки эффекта синергии при слияниях-поглощениях компаний позволяет более точно и объективно учесть, и оценить полный спектр проявления форм эффекта синергии (как количественных, так и качественных), влияющих на эффективность интеграции организаций, позволяет отбирать и заключать только те сделки слияний-поглощений, которые будут способствовать развитию фирмы и увеличению ее стоимости, что положительно отразится на обеспечении экономической безопасности предприятий минерально-сырьевого комплекса России.

Представляется целесообразным рекомендовать предприятиям МСК также проводить оценку эффективности сделок по слиянию-поглощению компаний на основе показателя «чистый приведенный эффект синергии»; такая оценка включает следующие этапы.

1. Оценка фирм, независимо от количества вовлеченных в слияние-поглощение. При этом ставка дисконта принимается на уровне средневзвешенной цены капитала фирмы, а прогнозный период составляет 3–5 лет. Проводится оценка компании-покупателя как отдельно взятой фирмы, и оценка «статус-кво» целевой фирмы, или оценка ее стоимости при существующем инвестировании, финансировании и дивидендной политике.



2. Оценка стоимости корпоративного контроля над компанией-целью, или максимальной величины премии, на которую могут рассчитывать акционеры компании-цели. Стоимость контроля оценивается при помощи расчета изменений, которые компания-покупатель планирует осуществить в целевой фирме как разница между стоимостью оптимально управляемой фирмы и стоимостью фирмы при существующем руководстве.

3. Оценка объединенной фирмы при отсутствии синергии. Оценка объединенной фирмы при отсутствии синергии производится путем сложения стоимостей, полученных для каждой независимой фирмы, компании-покупателя и компании-цели.

4. Оценка различных форм проявления эффекта синергии. Влияние проявления отдельных форм эффекта синергии встраивается в ожидаемые денежные потоки объединенной компании, и производится оценка ее стоимости с учетом ожидаемых выгод. Разница между рыночной стоимостью объединенной фирмы со встроенной синергией и рыночной стоимостью объединенной фирмы без синергии дает стоимость синергии при слиянии-поглощении.

5. Определение величины чистого приведенного эффекта синергии. Основной движущей силой слияния-поглощения может выступать синергия, а не контроль, представляющий собой лишь полномочия, необходимые для возможности получения синергии. Если уровень доходов объединенной компании в будущем не выйдет на расчетные значения с учетом премии, инициаторы сделки понесут убытки.

6. Разработка на основе предложенного механизма отбора эффективных сделок рекомендаций по принятию управленческих решений относительно целесообразности заключения сделки по слиянию-поглощению компаний.

Вместе с тем, данный алгоритм отбора эффективных сделок по слиянию-поглощению компаний можно совершенствовать: например, внести в него на этапе планирования рассмотрение *возможных качественных эффектов синергии*. В некоторых ситуациях качественный эффект синергии может превзойти количественный, и в случае, если сделка не прогнозирует компании материального убытка, стоит рассмотреть ее даже в случае невысоких денежных выгод.

Также необходимо осторожно относиться к сделкам, которые, предположительно, не принесут высоких денежных выгод, однако могут расширить рынки сбыта. Если перед организацией стоит возможность выхода на международный рынок, то даже при условии убыточности конкретной сделки, руководство должно решить, стоит ли на это соглашаться, поскольку данную сделку можно рассматривать не как убыточное слияние или поглощение, а как *инвестицию*.

Кроме того, изменение репутации компании на фоне совершения сделки является очень важным аспектом. Возможно, организации следует даже отказаться от потенциально высоко прибыльного проекта, если он негативно влияет на ее деловую репутацию. Такое благо, как деловая репутация, может в дальнейшем принести компании много выгод, или же наоборот, убытков. Репутацию сложно восстановить, поэтому нужно относиться к ней предельно осторожно и бережно.

Таким образом, управленческие решения, принимаемые в целях обеспечения эффективности сделок по слиянию-поглощению на основе оценки эффекта синергии, будут способствовать обеспечению экономической безопасности компаний минерально-сырьевого комплекса России.

Литература:

1. Ищенко С.М. Управление стоимостью компании на основе достижения эффекта синергии. – Киев : ПП «Люксар», 2012. – 320 с.
2. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2015. – 576 с.
3. The people problem in mergers (2000). The McKinsey Quarterly, November [Электронный ресурс]. – URL : http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M A/The_people_problem_in_mergers_934 (дата обращения: 10.02.2021)

References:

1. Ishchenko S.M. Managing the value of the company on the basis of achieving the effect of synergy. – Kiev : PP «Luxar», 2012. – 320 p.
2. Copeland T., Koller T., Murrin J. The Value of Companies: Assessment and Management. – М. : ZAO Olimp-Business, 2015. – 576 p.
3. The people problem in mergers (2000). The McKinsey Quarterly, November [Электронный ресурс]. – URL : http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M A/The_people_problem_in_mergers_934 (10.02.2021).