

**Ключевые слова:**

слияния и поглощения,  
стоимостная оценка,  
расчетный метод, экспертный метод

**А. А. Сокольский**, аспирант кафедры  
«Финансовый менеджмент»  
Академии бюджета и казначейства Минфина России  
(e-mail: [artyom\\_sokolsky@rambler.ru](mailto:artyom_sokolsky@rambler.ru))

# Оценка стоимости компании при проведении сделки слияния и поглощения

*В условиях финансового кризиса и его последствий для компаний становится все актуальнее поиск возможных путей приобретения дополнительных конкурентных преимуществ. Одним из таких путей может стать проведение сделки слияния и поглощения. В этой связи значительный интерес представляет исследование существующих подходов к определению стоимости компании — объекта сделки, а также возможных вариантов ее изменения.*

## **СУЩНОСТЬ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ**

На современном этапе развития экономической науки термин «сделка слияния и поглощения» имеет ряд определений. В большинстве случаев термины «слияние» (от англ. merger) и «поглощение» (от англ. acquisition) используются как объединенная категория экономических отношений, в которых осуществляется реорганизация бизнес-единиц одним из указанных способов. «Финансово-кредитный словарь» определяет сделки слияния и поглощения (зачастую используется аббревиатура M&A) как «группу финансовых операций, цель которых — объединение компаний, банков и т. п. в один хозяйствующий субъект с целью получения конкурентных преимуществ и максимизации стоимости этого субъекта в долгосрочном периоде»<sup>1</sup>.

В большинстве работ, посвященных корпоративным финансам, сделки M&A выделяются в особый раздел. Это объясняется не только существованием различных подходов к изучению данных сделок, но и их специфичностью, а также существенным влиянием на современные экономические процессы. В настоящее время учеными-экономистами не сформировано единой позиции в отношении толкования сущности сделок M&A.

---

<sup>1</sup> Современный финансово-кредитный словарь / Под общ. ред. М. Г. Лапуста, П. С. Никольского. — 2-е изд., доп. — М.: ИНФРА-М, 2002.

Зачастую в западной практике под сделками слияния и поглощения понимается сделка по приобретению полного контроля над компанией — объектом сделки (поглощение). При этом компания-инициатор принимает на себя все обязательства компании — объекта сделки, а также осуществляет непосредственное управление операционной деятельностью. Немаловажен и факт потери статуса самостоятельного юридического лица компанией — объектом такой сделки.

К положительным аспектам сделок поглощения можно отнести следующие:

- увеличение доли активов на балансе компании-инициатора;
- укрупнение доли в рыночном сегменте;
- снижение удельного веса затрат на единицу выпускаемой продукции или оказываемой услуги;
- увеличение капитализации компании-инициатора.

Отрицательными аспектами поглощения являются:

- увеличение доли обязательств компании-инициатора;
- усиление регулирования со стороны антимонопольного законодательства.

Поглощение может быть как дружественным, так и враждебным. При враждебном поглощении (от англ. *hostile acquisition*) контроль над целевой компанией приобретаетя посредством процедур, частично соответствующих или не соответствующих законодательству. Также существует обратное поглощение (от англ. *backmerger*), под которым подразумевается сделка реструктуризации непубличной компании с компанией-оболочкой, чья деятельность является достаточно прозрачной для контролирующих органов государственной власти.

Зачастую на балансе компании-оболочки не числятся крупных объектов основных средств, а генерируемые денежные потоки в процессе основной деятельности малы по сравнению с компанией — инициатором обратного поглощения. Проведение сделки данного вида позволяет непубличной компании приобрести преимущества открытости и осуществить наиболее выгодное первичное размещение акций на открытом рынке.

### **ОСНОВНЫЕ МЕТОДЫ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ КОМПАНИИ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ СДЕЛКИ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ**

Принятие решения со стороны компании-инициатора о проведении сделки слияния и поглощения требует от ее руководства значительных усилий в оценке прибыльности планируемого мероприятия. Сделка слияния и поглощения может оказать существенное влияние на финансовое состояние компании-инициатора. Поэтому при планировании такой сделки необходимо провести стоимостную оценку компании-объекта. Адекватная стоимостная оценка объекта сделки позволит в дальнейшем оценить не только перспективы развития компании-инициатора в рамках реализации программы по реструктуризации бизнеса, но и эффективность вложения средств.

Среди преимуществ стоимостной оценки компании — объекта поглощения могут быть выделены следующие:

- проведение стоимостной оценки базируется на информации управленческой отчетности компании, что значительно снижает риск искажения данных о денежных потоках;
- стоимостная оценка учитывает будущие денежные потоки компании, которые в дальнейшем будут преобразованы из дебиторской задолженности в реальные активы;
- применение ставок дисконтирования позволяет учесть риски, возникающие при формировании денежных потоков компании;
- стоимость компании — объекта сделки является наиболее понятным показателем для лиц, не участвующих в процессе подготовки сделки слияния и поглощения, однако оказывающих непосредственное влияние на принятие решения о ее проведении (собственники).

В современной экономической науке проблема формирования системы показателей, определяющей стоимостную оценку компании-объекта, весьма актуальна. Стоимостная оценка основывается на эффективности операционной, финансовой и инвестиционной деятельности; при этом критерии эффективности претерпевали изменения в зависимости от смещения степени актуальности тех или иных показателей.

Оценка эффективности функционирования компании может быть проведена как расчетным, так и независимым (экспертным) методом. Расчетный метод оценки стоимости компании-объекта основывается на трех следующих моделях: доходной, затратной и сравнения. Следует отметить, что при работе с обозначенными выше моделями лицам, осуществляющим расчеты, необходимо придерживаться строгих рекомендаций по составу показателей, используемых при проведении аналитических процедур.

**Доходная модель оценки** стоимости компании предполагает дисконтирование денежного потока. Как правило, в состав доходов включается выручка от основной деятельности компании-объекта, а также от финансовой и инвестиционной, при условии, что компания осуществляет данный вид деятельности на постоянной основе. Эта модель привела к созданию в 1980-х гг. системы стоимостного менеджмента (от англ. VBM – Value Based Management).

$$Value = f(CF, K) \rightarrow \max,$$

где *Value* – стоимость компании;

*CF* – денежный поток;

*K* – ставка дисконтирования, учитывающая риск.

Основной целью этой системы является максимизация стоимости компании – объекта сделки слияния и поглощения. Однако доходная модель не адаптирована для компаний с длительным производственным циклом и замедленной оборачиваемостью выручки.

Для подобных компаний разработана **затратная модель оценки** стоимости компании. В рамках затратного подхода (от англ. asset approach) широко используется метод оценки ликвидационной стоимости основных средств, т. к. при передаче компании-объекта в собственность инициатору сделки стоимость основных средств будет равна их стоимости при ликвидации.

Этот метод предполагает оценку ликвидационной стоимости активов, в том числе нематериальных, и обязательств, расчет затрат на реализацию активов, оценку финансового результата деятельности предприятия в течение периода продажи активов, оценку дебиторской задолженности, запасов сырья, незавершенного производства, готовой продукции. Полученное сальдо представляет собой ликвидационную стоимость объекта. Недостаток затратной модели – отсутствие показателя деловой репутации (от англ. goodwill) и его оценки при расчете.

При использовании **модели сравнения** целесообразно применять метод отраслевых коэффициентов, использование которого позволяет осуществить расчет чистой прибыли, выручки и активов компании-объекта. На основании этих показателей производится расчет рыночных мультипликаторов, корректирующих стоимость компании-объекта, которая не должна превышать среднерыночную стоимость аналогичной компании. Существенным недостатком сравнительной модели является ретроспективный характер рыночных мультипликаторов. Иногда компании – инициаторы сделок используют данные площадок фондовых бирж для установления справедливой стоимости объекта. Однако этот метод не всегда применим ввиду ограниченной прозрачности деятельности компании.

В целом расчетный метод оценки стоимости компании — объекта сделки слияния и поглощения является достаточно трудоемким и требует высокой квалификации менеджмента компании, однако он позволяет наиболее достоверно оценить эффективность и принять решение в отношении реализации инвестиционного проекта.

Помимо расчетного метода оценки стоимости компании существует экспертный (независимый). Он представляет собой спектр услуг, оказываемых либо специализированными организациями-посредниками, либо группой физических лиц. К специализированным организациям можно отнести инвестиционные банки, юридические и консультационные фирмы. Под физическими лицами понимаются независимые эксперты, имеющие достаточный профессиональный опыт в сегменте слияний и поглощений, обладающие необходимой квалификацией для проведения оценки стоимости компаний — участников сделок M&A.

Экспертный метод оценки реализуется в форме мнения (в письменном заключении) или в постоянных консультациях на всех стадиях сделки слияния и поглощения. Однако следует отметить, что при его использовании специализированные компании не несут каких-либо существенных финансовых потерь за некорректное определение стоимости компании-объекта (в отличие от расчетного метода). Данное утверждение не распространяется на ситуации, когда инвестиционный банк помимо оказания услуг по расчету стоимости выступает также в качестве приобретателя акций компании-объекта.

### **ИНФОРМАЦИОННАЯ СОСТАВЛЯЮЩАЯ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ**

Обозначив специфику расчетного и экспертного методов оценки стоимости компании — объекта сделки слияния и поглощения, необходимо остановиться на факторе, требующем корректировки стоимости. Это риск неотражения в отчетности информации, способной оказать негативное влияние на стоимость компании — объекта сделки. Данная информация может быть следующих типов: финансовая, судебная, организационно-технологическая.

Финансовая информация представляет собой дополнительные сведения об обязательствах компании перед государством, контрагентами, сотрудниками, акционерами и другими лицами.

Судебная информация — это сведения о наличии судебных претензий, инициированных государством, контрагентами, сотрудниками, акционерами и другими лицами в отношении компании — объекта сделки. Судебные претензии могут быть представлены в отношении полноты, правильности и своевременности уплаты налогов, взыскания задолженности за поставленные товары, оказанные работы или услуги, взыскания гарантированных трудовым договором выплат и др.

Информация организационно-правового характера включает сведения, относящиеся к запрету со стороны органов государственной власти на основную деятельность компании по причине нарушения экологического законодательства или требований в отношении организации безопасного производственного процесса. Также к данному типу информации относятся сведения о низком уровне технологичности производства продукции.

К прочей информации могут быть отнесены сведения о нарушении авторского и патентного законодательства компанией — объектом сделки, а также другие, не относящиеся к вышеперечисленным типам.

Помимо типов информации, указанных выше, современными экономистами отдельно выделяется информационная составляющая финансового кризиса, оказавшего негативное влияние не только на финансовые рынки, но и на мировую экономику в целом. По данным информационно-аналитического агентства Reuters, ситуация затяжной нестабильности на мировых рынках не была задекларирована ни в одном из отчетов компаний, намеревавшихся осуществить сделку слияния и поглощения. В результате либо данные сделки не были осуществлены, либо их условия были пересмотрены. Мировой финансовый кризис оказал негативное воздействие, обусловленное снижением спроса, прежде всего на основные финансовые показатели компаний (выручка, капитализация). При этом оказалось, что размер потерь трудно прогнозировать как с точки зрения абсолютных показателей, так и с точки зрения упущенной выгоды.

В целом в современной практике управления рисками при проведении сделок слияния и поглощения неотражение информации, способной оказать негативное влияние на стоимость компании-объекта, может быть учтено двумя способами. В первом случае все риски неотражения, существенные для компании-инициатора, возлагаются на компанию — объект сделки, во втором — на компанию-инициатора. При этом цена сделки в первом случае будет выше, чем во втором, т. к. во втором случае компания-инициатор принимает на себя дополнительные риски и может понести дополнительные потери при обнаружении неблагоприятных фактов для ведения дальнейшего бизнеса. Однако следует учесть, что предложенный компанией-инициатором дисконт к цене сделки за принятие возможных рисков может быть неприемлем для компании — объекта сделки.

Для обоснованности цены приобретения компании — объекта сделки компанией-инициатором проводится комплекс операций по сбору и анализу информации в отношении деятельности компании-объекта за определенный период времени до предполагаемой даты сделки. Как правило, границы периода определяются сроком исковой давности, установленным национальным законодательством. Информация может быть как общедоступной, так и конфиденциальной, содержащей коммерческую тайну.

Осуществив сбор и анализ полученной информации, компания-инициатор устанавливает предполагаемую стоимость компании-объекта с учетом дополнительного дисконта, который может составлять от 5 до 10 % от рассчитанной стоимости. Данный дисконт предназначен для учета пожеланий представителей компании-объекта во время проведения переговоров по предстоящей сделке, касающихся предложенной цены.

В свою очередь компания — объект сделки может осуществить комплекс мер, направленных на подтверждение правильности определения собственной стоимости. Подтверждением считается заключение независимой фирмы, специализирующейся в области делового консультирования или аудита.

Таким образом, процедура определения стоимости компании-объекта представляет собой комплекс мер, основанных на расчетном или экспертном типе оценки, результатом которого — установление справедливой цены компании-объекта при осуществлении сделки слияния и поглощения.

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ ОАО «СУРГУТНЕФТЕГАЗ»

По данным обзора рынка сделок слияния и поглощения в РФ, опубликованного банком «Юникредит» в 2009 г., одной из самых ожидаемых сделок являлась сделка по консолидации активов ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз». Однако в условиях финансового кризиса, оказавшего негативное влияние на экономическую систему страны, цены на углеводородные ресурсы и инвестиционную привлекательность активов компаний топливно-энергетического сегмента, сделка в 2009 г. не состоялась. Тем не менее она все еще остается актуальной и наиболее ожидаемой в нефтегазовом сегменте экономики России. Проведем оценку стоимости активов компании ОАО «Сургутнефтегаз» на основе предварительных данных о ее деятельности за 2009 г.

Представляется, что оценка активов ОАО «Сургутнефтегаз» может быть осуществлена на основе затратного подхода. Применение доходного подхода затруднено ввиду того, что одной из особенностей российских компаний нефтегазового сегмента является их ограниченная прозрачность в отношении отражения результатов хозяйственной деятельности и формируемых ими денежных потоков. Для оценки стоимости ОАО «Сургутнефтегаз» будут использованы данные утвержденной финансовой отчетности за 2009 г.

Оценка стоимости компании будет проведена на основе утвержденных данных бухгалтерского баланса по состоянию на 31 декабря 2009 г. — последнего законченного финансового года, отчетов о разведке и добыче полезных ископаемых и отчетов о доказанных запасах. Помимо этого, полученные данные будут сопоставлены с рыночной капитализацией компании, отраженной в официально публикуемом отчете за IV кв. 2009 г.

Основные показатели деятельности компании по состоянию на 31 декабря 2009 г. (и их сравнение с началом года) отражены в табл. 1.

Таблица 1

### Показатели ОАО «Сургутнефтегаз» по состоянию на 31.12.2009

Наименование показателя	01.01.2009, млн руб.	31.12.2009, млн руб.	Изменение, млн руб.	Изменение, %
Основные средства	467 357,90	468 518,3	1160,40	0,24 %
Долгосрочные финансовые вложения	189 393,00	255 140,00	65 747,00	34,71 %
Прочие внеоборотные активы	9190,04	13 031,4	3841,36	41,79 %
Запасы	37 162,00	44 878,90	7716,90	20,76 %
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев)	1807,00	1714,80	-92,20	-5,10 %
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев)	59 127,00	81 214,00	22 087,00	37,36 %
Краткосрочные финансовые вложения	376 587,00	384 381,00	7794,00	2,06 %
Кредиторская задолженность	31 802,50	43 076,40	11 273,90	35,44 %

Источник: Бухгалтерский баланс ОАО «Сургутнефтегаз» по состоянию на 31.12.2009.

Основываясь на данных табл. 1, можно прийти к выводу, что мировой финансовый кризис не оказал существенного влияния на деятельность компании.

Немаловажный аспект — отражение динамики рыночной капитализации компании за 2009 г. Рыночная капитализация рассчитывается как произведение количества акций соответствующей категории (типа) на рыночную цену одной акции, раскрываемую организатором торговли на рынке ценных бумаг<sup>2</sup>. Рыночная капитализация за четыре квартала 2009 г. отражена в табл. 2.

Таблица 2

**Динамика рыночной капитализации ОАО «Сургутнефтегаз»**

Показатель	I кв. 2009 г., млн руб.	II кв. 2009 г., млн руб.	III кв. 2009 г., млн руб.	IV кв. 2009 г., млн руб.
Рыночная капитализация (по данным ОАО «РТС»)	834 628,00	861 312,00	1 014 261,00	1 069 567,00

Источник: ежеквартальный отчет ОАО «Сургутнефтегаз» за IV кв. 2009 г.

Исходя из данных, приведенных в табл. 2, можно сделать вывод о положительной динамике капитализации компании в течение 2009 г. Существенный рост капитализации в III и IV кв. обусловлен положительной динамикой мировых цен на нефть и природный газ, являющихся основными элементами номенклатуры производственной деятельности компании.

Отразив выше основные показатели деятельности компании, можно осуществить расчет ее ликвидационной стоимости (табл. 3). При этом под активами компании понимается сумма основных средств, долгосрочных финансовых вложений, прочих внеоборотных активов, запасов, дебиторской задолженности и краткосрочных финансовых вложений.

Таблица 3

**Ликвидационная стоимость ОАО «Сургутнефтегаз»  
с точки зрения затратного подхода**

Показатель	31.12.2009, млн руб.
Активы компании, млн руб. (данные табл. 1)	1 248 878,40
Кредиторская задолженность (данные табл. 1)	43 076,00
Прочая задолженность (задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов) (данные бухгалтерского баланса)	548,00
Предварительная стоимость компании, рассчитанная на основе затратного подхода	1 205 254,40

<sup>2</sup> Постановление ФКЦБ России от 24.12.2003 № 03-52/пс «Об утверждении порядка расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг и инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, допущенных к обращению через организаторов торговли, и установлении предельной границы колебаний рыночной цены».

Таким образом, по расчетам, основанным на затратном подходе, стоимость активов ОАО «Сургутнефтегаз» равна 1 205 254,40 млн руб. Принимая во внимание данные табл. 2 о рыночной капитализации за IV кв. 2009 г., можно говорить о частичной недооцененности активов компании и ее инвестиционной привлекательности для потенциальных инвесторов. В 2010 г. положительная динамика рыночной капитализации ОАО «Сургутнефтегаз», по данным ОАО «РТС», сохраняется, однако произвести оценку стоимости компании с точки зрения принципов затратного подхода не представляется возможным ввиду отсутствия информации о деятельности компании в 2010 г.

В целом, рассматривая потенциальную сделку по консолидации активов ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз», можно сделать вывод о том, что она не будет проводиться в форме поглощения активов ОАО «Сургутнефтегаз» ввиду недостаточности свободных ликвидных средств у ОАО «НК «Роснефть». Можно предположить, что наиболее приемлемым решением будет проведение сделки по приобретению частичного контроля над ОАО «Сургутнефтегаз» с последующей реструктуризацией ОАО «НК «Роснефть». Также не исключено, что будет проведена сделка по слиянию активов компаний, результатом которой станет образование компании — лидера в нефтедобывающем сегменте российской экономики.

## Библиография

1. Гохан, П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. — М.: Альпина бизнес букс, 2004.
2. Рид, С. Ф., Лажу, А. Р. Искусство слияний и поглощений. — М.: Альпина бизнес букс, 2004.
3. Эванс, Ф. Ч., Бишоп, Д. М. Оценка компании при слияниях и поглощениях. — М.: Альпина бизнес букс, 2004.
4. Weston, J. Fred, Kwang, S. Chung, Siu, Juan A. Takeovers, Restructuring and Corporate Governance, 2 ed. — NJ: Prentice Hall, 1998.
5. Официальный сайт ОАО «Сургутнефтегаз» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.surgutneftegas.ru>.