

26

Слияния и поглощения: ловушки роста



Ирина Ивашковская,
канд. экон. наук, профессор,
зав. кафедрой экономики и
финансов фирмы ГУ-ВШЭ

Слияния и поглощения можно назвать «самыми корпоративными» операциями. В процессе их выполнения кардинально меняется корпоративный контроль над компанией, отстраиваются многоэтажные корпоративные организационные структуры. Несмотря на сложность проведения подобных операций на рынке корпоративного контроля, выглядят они заманчиво, поскольку позволяют менеджменту компании быстро нарастить ее масштабы и изменить расстановку сил в конкуренции по отрасли. Такие серьезные операции требуют тщательного анализа — как заранее, при их планировании и разработке, так и после заключения сделки объединения сторонними аналитиками для обобщения накопленного опыта и развивающихся тенденций.

Принципы современного финансового анализа слияний и поглощений

Зачем вообще покупать контроль? Какие аргументы в пользу покупки контроля могут объяснить и оправдать те премии к цене акции приобретаемой компании, которые за него выплачиваются? С финансовой точки зрения ключ к решению подобных вопросов — обсуж-

дение проблемы эффективности инвестиций в приобретение чужой компании. Одна из самых популярных концепций, которую используют для обоснования не только необходимости объединения компаний, но и анализа финансовой состоятельности этого процесса, — *концепция синергии*. С целью проведения финансового анализа сделки слияния и поглощения эффекты синергии, как по-

казано в таблице, можно разделить на два типа: операционные синергии и финансовые синергии. И в том, и в другом случае речь идет об умноженном, непропорциональном эффекте, возникающем вследствие комбинированности ресурсов.

Операционная синергия охватывает экономию на масштабах выпуска продукции, экономию на гибкости и возможнос-

Формы операционной синергии

Экономия на масштабе	Экономия на гибкости	Возможности роста
<ul style="list-style-type: none"> - Рост производительности за счет специализации - Снижение постоянных издержек на единицу продукции за счет их распределения - Более полное использование мощностей - Рост коэффициента «выручка/потенциальная выручка» 	<ul style="list-style-type: none"> - Гибкость сетей товародвижения - Плотность охвата потребителей - Гибкость исследований рынка - Гибкость управленческой команды 	<ul style="list-style-type: none"> - Скорость расширения рынка - Создание/укрепление ниши - Скорость освоения/создания технологии - Скорость создания новых продуктов - Укрепление/создание рыночной власти
Использование общего (планирование, контроль) и специального (отраслевого) менеджмента		

Рис. 1. Финансовая синергия



Рис. 2. Оценка синергии на основе дисконтируемого потока денежных средств

$$\Delta V = V_{synergy} = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCFE_i}{(1 + r_e)^{adj}}$$

$\Delta FCFE$ (free cash flow to equity) — поток денежных средств для акционеров;
 ΔS (sales) — прирост выручки;
 ΔC (costs) — экономия на расходах;
 ΔT (tax) — экономия на налоге на прибыль;
 $\Delta Capex$ (capital expenditure) — экономия на капиталовложениях;
 ΔNWC (net working capital) — экономия на инвестициях в оборотный капитал;
 $\Delta Debt$ — прирост чистого долга;
 Re (return) — доходность акционерного капитала (барьерная ставка).

С учетом финансовой синергии

Экономия

ти роста¹. Она опирается не столько на материальные ресурсы объединяющихся компаний, сколько на управленческие способности команды, коренные компетенции участников объединения, позволяющие им достигать успехов в конкуренции и отличающие эти компании в рамках их конкурентного ландшафта. Операционная синергия *первого вида* ведет к увеличению эффективности текущих операций, снижению прямых и косвенных затрат на разных этапах создания и продвижения продукта к клиенту. Операционная синергия *второго вида* позволяет избежать новых инвестиций: в развитие сбытовой сети компании, ее рыночные исследования, продвижение продукта; наконец, в развитие персонала и управленческой команды. Операционная синергия *третьего вида* заставляет аналитика ставить вопрос о том, насколько быстро компания начнет решать конкретные задачи роста после объединения. Такая синергия выражается в ускорении движения компании по стратегической траектории.

В финансовой аналитике, рассуждая об операционных синергиях, необходимо провести границу между ними и эффективностью в общем ее понимании. Например, операционная синергия, основанная на масштабах, означает не просто существенное или быстро достигаемое снижение затрат на единицу продукции, но такое их снижение, которого не могла бы достичь каждая компания, взятая в отдельности, без приложения общих усилий в рамках объединения. Аналогичное требование характерно и для двух других видов — экономии на гибкости и новых возможностей роста. Операционная синергия в этом смысле означает «сверхэффективность». Предположим, что объединяются публичные компании, акции которых интенсивно торгуются; наличие синергии в таком случае предполагает, что компании после объединения непременно достигнут большего успеха: ведь в движении курсов их акций уже выражены ожидания и оценки инвесторов по поводу перспектив развития каждой компании в отдельности. Синергия фактически означает победу над уже сложившимися ожиданиями: если она потенциально возможна с точки зрения инвесторов, то после объявления об объединении компаний акции будущих партнеров должны вырасти в цене. Будет ли

одержана эта победа над существовавшими до сделки ожиданиями, основанными на оценке перспектив автономного развития каждой из компаний? Ответ на этот вопрос отнюдь не однозначен, и мы вернемся к нему несколько позже.

При проведении финансового анализа сделок слияния и поглощения *финансовая синергия*, как показано на рис. 2, описывает влияние покупки контроля на инвестиционные риски объединенной компании. Два наиболее существенных слагаемых инвестиционных рисков — это *деловой (коммерческий) риск* и *финансовый риск* (то есть вероятность неплатежа). На этом этапе анализа необходимо поставить вопрос о возможных благоприятных изменениях финансовых результатов компаний в плане достижения более высокой устойчивости и стабильности. Смягчение влияния факторов делового риска должно выражаться в снижении размаха колебаний (волатильности) поступления от продажи товаров и услуг клиентам, стабилизации притоков денежных средств от операций компании, а также в более плавном, сглаженном движении потоков денежных средств в будущем. Второе слагаемое инвестиционных рисков — неопределенность выполнения обязательств по заемному капиталу перед кредиторами. Объединение компаний может внести вклад в

укрепление платежеспособности, существенно улучшить покрытие выплат по заемным средствам за счет дополнительных потоков денежных средств. В конечном счете финансовая синергия должна привести к снижению затрат на капитал компании, удешевить его привлечение как по линии кредитных ресурсов, так и по линии собственных. В современной финансовой аналитике ставка затрат на капитал является ключевой, поскольку выражает минимальную доходность, требуемую в качестве компенсации за риск, и рассматривается как барьерная планка для управленческой команды². Можно сказать, что в результате этих операций у менеджмента объединенной компании появляется шанс выиграть бег с препятствиями, поскольку барьеры установлены на более низком уровне. Однако будет ли этот шанс использован, зависит от многих обстоятельств.

Анализ эффектов синергии должен быть выстроен как с качественной, так и с количественной точки зрения. Качественный анализ предполагает, что нужно создать своего рода «список заявок» на эффекты синергии, а затем оставить в списке потенциальных причин возникновения синергии (применительно к конкретной сделке) только наиболее вероятные. Для этого понадобится провести стратегическую оценку возможностей каждой компа-

¹ Формы проявления каждого типа синергии рассматриваются подробнее в остальных статьях рубрики.

² В таком ракурсе эта ставка рассматривалась в статье: *Ивашковская И.* Корпоративные финансы в некорпоративной России. Управление компанией. 2004. № 4.

Рис. 3. Объединение, создающее стоимость для акционеров компании-инициатора



Рис. 4. Финансовая «ловушка» синергии

Премия	Доходность: период 1 год	Доходность: период 2 года	Доходность: период 3 года	Доходность: период 4 года	Доходность: период 5 лет	Доходность: период 10 лет
0%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
25%	44%	29%	24%	21%	20%	17%
50%	73%	41%	32%	27%	24%	19%
75%	101%	52%	39%	32%	29%	22%

нии, выявив потенциал комбинирования ресурсов. Следующий этап анализа — количественная оценка; ее алгоритм в общем виде приведен на рис. 3. Нужно определить прогнозные приросты целого ряда параметров, от которых зависит поступление потоков денежных средств. Такой анализ удобнее организовать в привязке к ключевым факторам инвестиционной стоимости компании:

- росту выручки от реализации (ΔS) за счет увеличения объемов продаж в физическом исчислении, выхода на новых клиентов, улучшения качества продукции и услуг, усиления конкурентной позиции объединенной компании и завоевания ею роли лидера в определенных сегментах рынка — благодаря таким видам операционной синергии, как экономия на гибкости и новые возможности роста;

- росту рентабельности продаж за счет снижения затрат (ΔC) и ускорения роста продаж — благодаря таким видам операционной синергии, как экономия на масштабах выпуска продукции и новые возможности роста;

- снижению оттоков по налогу на прибыль (ΔT) — за счет оптимизации налоговых выплат и снижения эффективной ставки налогообложения прибыли;

- снижению и оптимизации величины инвестиций в оборотный капитал (ΔNWC) и достижения экономии инвестиций в долгосрочные активы ($\Delta Capex$) — за счет таких видов синергии, как экономия на масштабах выпуска и на гибкости.

На рис. 2 представлено влияние операционной синергии на величину потока свободных денежных средств, на которые могут рассчитывать собственники компании (*free cash flow to the equity holders* — $FCFE$), поэтому в формуле присутствует еще одно слагаемое — изменение чистого долга за год ($\Delta Debt$). Это слагаемое отражает результирующие выплаты

в адрес кредиторов и включает расходы на выплату процентов по долгам и погашение основной суммы долга в расчете на год, а также прирост заемного долгосрочного капитала в соответствующем периоде. В анализе величины $\Delta Debt$ необходимо отразить возможное влияние финансовой синергии, поскольку она связана с улучшением доступа к кредитным ресурсам. Изменения в показателе $FCFE$ — *первый этап* проведения количественной оценки эффектов синергии. Учитывая, что эти эффекты не должны быть одноразовыми, а призваны обеспечить возобновляющийся поток выгод, на *втором этапе* необходимо провести анализ их распределения во времени и очертить траекторию их движения: растут или падают такие дополнительные выгоды. В конечном счете нас интересует суммарный поток дополнительных выгод ($\Delta FCFE$), поэтому их надо оценить через призму соответствия требуемой за инвестиционный риск доходности, то есть дисконтировать по барьерной ставке.

Следовательно, *третий этап* в процессе количественной оценки синергии — анализ изменений факторов риска и ставки затрат на собственный капитал (Re), которые также увязаны с финансовой синергией.

Финансовые ловушки синергии

В результате оценки эффектов синергии будет получена добавленная или инвестиционная стоимость (ΔV). Однако за эту прибавку компания-инициатор должна платить премию к цене акции приобретаемой компании. Как показано на рис. 3, сделка объединения станет эффективной, только если премия меньше этого прироста инвестиционной стоимости. За столь простым, на первый взгляд, выводом кроется весьма серьезная проблема. Уплачивая премию, компания-

инициатор попадает в ловушку: чтобы компенсировать затраты, необходимо добиться резкого увеличения доходности капитала в будущем. Иными словами, премия предписывает необходимое увеличение доходности и определяет требования к экономической прибыли³. Данный тезис иллюстрируют расчеты, приведенные на рис. 4, где представлены вменяемые менеджменту объединенной компании требования к уровню доходности собственного капитала на протяжении соответствующих периодов.

Допустим, что сделка осуществляется без выплаты премии (что практически нереально). Тогда компания может довольствоваться доходностью собственного капитала в 15% в период после объединения. В нашем примере 15% — это затраты на капитал, или барьерная планка доходности собственного капитала. С ростом премии нарастают претензии к доходности в годовом выражении. Как видно из рис. 5, такие претензии зависят и от продолжительности периода, в течение которого ожидаются результаты синергии двух капиталов. Если достигнутый уровень доходности в будущем не выйдет на расчетные значения с учетом «вклада» премии, то собственники компании-инициатора понесут убытки. Рост масштабов бизнеса, находящегося в их собственности по завершении сделки объединения, окажется иллюзорным, ведь в терминах инвестиционной стоимости роста не будет. Экономическая прибыль как прибыль, получаемая над затратами на капитал, выраженная как спред доходности или разность фактической и барьерной доходности, будет выражаться отрицательным числом. Собственники, давшие добро на объединение, попадут в ловушку: физические масштабы их владений несомненно выросли, в бухгалтерском измерении их собственность стала масштабнее, но финансовые измерения не достигли необходимого размаха. А можно ли в этом случае вообще говорить о росте бизнеса?

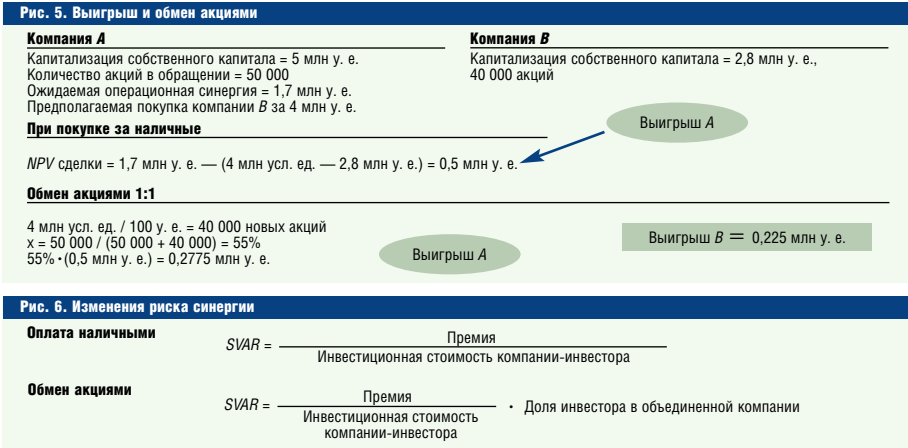
Таким образом, следует учитывать риск комбинирования капиталов, или риск синергии. Помимо вышеописанной финансовой ловушки полезно иметь в виду показатель стоимости акционерного капитала под риском (*shareholder value at risk* — $SVAR$), проиллюстрированный на

³ Экономическая прибыль — неотъемлемый принцип и показатель современного финансового анализа. Подробнее об этом — в статье: Ивашковская И. Корпоративные финансы в некорпоративной России. Управление компанией. 2004. № 4.

рис. 5 и 6. Расчет SVAR сделан в зависимости от способа оплаты сделки приобретения компании, то есть с учетом возможности осуществить ее с привлечением денежных средств либо путем обмена акциями компаний-партнеров. В примере на рис. 5 при оплате денежными средствами показатель стоимости акционерного капитала под риском будет выглядеть следующим образом: $SVAR = 1,2 \text{ млн у.е.} / 5 \text{ млн у.е.} = 24\%$. Значит, 1/4 инвестиционной стоимости капитала, принадлежащего собственникам компании-инициатора, поставлена под риск недостижения благоприятных эффектов комбинирования ресурсов и коренных компетентностей двух партнеров. При обмене акциями показатель риска синергии выглядит следующим образом: $SVAR = 24\% \cdot 0,555 = 13,3\%$. Отметим, что в случае обмена акциями выигрыш собственников компании-инициатора не столь значителен (рис. 5), а кроме того, меньше показатель SVAR. То есть снижение значимости выигрыша сопровождается разделением рисков синергии между акционерами двух компаний.

Управленческие ловушки синергии

Реализация алгоритма анализа эффективности слияний и поглощений должна предусматривать еще один важный аспект количественной оценки синергии: необходимо избежать дублирования эффектов и выделить наиболее реалистичные из приведенных выше. На первый взгляд, наиболее реалистичными представляются эффекты, связанные с изменением затрат (как текущих, так и инвестиционных): ведь именно эти компоненты находятся под наибольшим влиянием менеджмента компании. Гораздо сложнее добиться роста продаж, поскольку здесь компании приходится в большей мере полагаться на внешние для нее процессы, протекающие за ее воротами на конкурентном поле. Исследования на примерах зарубежных слияний и поглощений, проводимые на материалах различных отраслей, показывают, что достичь ускорения роста продаж после объединения весьма проблематично. Если сравнить компанию-инициатора (А) и компанию-мишень (В) по темпам роста продаж до и после сделки слияния, оказывается, что в более 1/3 компаний рост продаж замедлился в



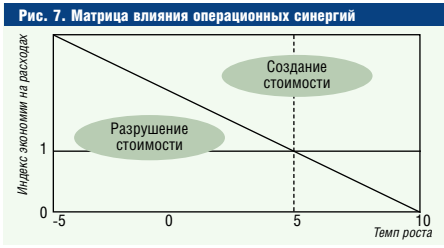
первом квартале после совершения сделки; остальные 2/3 сумели не утратить динамики, но уже к концу третьего квартала группа удачликов сузилась до 10%⁴.

Однако нельзя поддаваться искушению легкости воздействия на элементы затрат по сравнению с возможными сдвигами в продажах. Учитывая сложности ускорения продаж, а также необходимость интенсификации усилий даже для сохранения прежней динамики, следует задуматься о том, какую нагрузку берут на себя потенциальные положительные сдвиги в затратах. На рис. 7 на вертикальной оси отложены пошаговые значения индекса экономии на затратах, а горизонтальная ось матрицы проведена на уровне значения индекса, равного 1, или уровня экономии на затратах при достижении заданного, прогнозного темпа роста продаж объединенной компанией после сделки слияния либо поглощения (в нашем условном примере — 5%), то есть на уровне, обеспечивающем прогнозируемый прирост потока свободных денежных средств ($\Delta FCFE$). Но горизонтальная ось не является границей зон разрушения стоимости объединенной компании и создания стоимости благодаря синергии. Эта граница смещается и проходит по диагональной оси. Стоимость, добавленная синергией (ΔV), интенсивно «съедается» при утрате прогнозируемого роста продаж. Чтобы противодействовать этому, придется переложить дополнительное бремя на функцию экономии на затратах. Однако для достижения существенной экономии, способной компенсировать неудачи роста продаж, особенно для воспроизведения этого эффекта, объединенной компании придется прибегнуть к программам сокращения инвестиций. Вот тогда ловушка и захлопывается: не сумев добиться операционной синергии через рост продаж, компания пере-

ходит на следующий виток спирали, ведущей ее динамику вниз, срезая инвестиции и подрывая культуру роста.

Следует иметь в виду, что управленческие ловушки на пути к извлечению синергии многообразны. В принципе они могут возникнуть на всех этапах «цепочки ценности» объединенной компании, на которых она встретит реакцию со стороны конкурентов, вызванную их приспособлением к новым соотношениям сил. Поэтому финансовый анализ синергии, строго говоря, выходит за рамки количественных оценок. Работая с цифрами, нужно ставить стратегические вопросы. По крайней мере одно из ниженазванных условий необходимо для того, чтобы увернуться от управленческой ловушки синергии. Во-первых, менеджмент объединенной компании должен быть способен ограничить или даже нейтрализовать негативные реакции конкурентов, их действия, направленные на достижение реванша в сферах получения ресурсов, технологий, организации процессов и, наконец, доведения продукта до клиентов. Во-вторых, менеджмент объединенной компании должен суметь осуществить агрессивное вторжение в рыночное пространство конкурентов или создать новые рыночные ниши.

Итак, вопрос о достижимости роста (с точки зрения его финансовых измерений) за счет слияния или поглощения компаний остается открытым.



⁴ Bekier Matthias M., Bogardus Anna J., Oldham Tim. Why Mergers Fail? McKinsey Quarterly. 2001. No. 4.