

1

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ: ОБЗОР

ПРАКТИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ *ELI LILLY AND COMPANY* — ПРОБЛЕМАТИКА ПРЕДПОЛОЖЕНИЙ

24 июня 1997 года финансовые газеты опубликовали важную информацию об одной из ведущих фармацевтических фирм *Eli Lilly and Company*. Компания сообщила, что во втором квартале в результате снижения стоимости ее инвестиций в *PCS Health System* она списала на расходы 2,4 миллиарда долларов. За три года до этого *Lilly* приобрела *PCS* за 4,1 миллиарда долларов.

Компания указала, что причиной снижения стоимости инвестиций в *PCS* практически на половину от их начальной стоимости послужили два непредвиденных фактора. Во-первых, *Lilly* ожидала, что две другие фармацевтические компании будут участвовать в приобретении *PCS*, а значит, разделят риск инвестирования с *Lilly*. Но эти предположения не оправдались, так как Федеральная торговая комиссия США (*U. S. Federal Trade Commission*) начала пристальные антимонопольные расследования приобретений. Во-вторых, с 1994 года прогнозы развития отрасли здравоохранения значительно изменились. Вопрос о пересмотре программы охраны здоровья (*health-care program*), предложенный администрацией Клинтона в 1993 году, который мог бы привести к значительному увеличению рынка услуг *PCS*, не получил достаточного количества голосов в Конгрессе США, и поэтому программа не была утверждена.

Большинство аналитиков *Уолл-Стрит* соглашались, что ситуация с *PCS* послужит ярким примером того, насколько опасны неправильные предположения о последствиях сделок слияний и приобретений. Неудачи *Lilly* с *PCS Health System* закончились в 1998 году, после того как *PCS* была прода-

на компании *Rite Aid Corporation* за 1,5 миллиарда долларов. В результате этой инвестиционной ошибки *Lilly* понесла финансовые потери в 2,6 миллиарда долларов.

Возможно, ни один другой вопрос не возникает в финансовом сообществе так часто, как вопрос “Сколько стоит инвестиция?” Определение *экономической ценности* инвестиции (связана ли эта инвестиция с приобретением облигаций, акций или даже целой организации) практически всегда является основной целью руководителей компании или финансовых аналитиков.

Фундаментальные принципы оценки инвестиций хорошо разработаны в теории корпоративных финансов: *текущая стоимость активов исчисляется приведенной к настоящему моменту стоимостью будущих денежных потоков, которые получают владельцы этих активов* [1]. Таким образом, оценка стоимости представляет собой некий процесс моделирования будущих денежных потоков (составления финансовых моделей) и принятия решений о способах и методах оценки этих потоков. Поскольку финансовое прогнозирование требует много времени и зачастую не отличается точностью, аналитики во многих случаях обращаются к упрощенным методам, которые, как они надеются, приводят к эквивалентным результатам без значительных временных затрат. Альтернативные методы оценки появились также потому, что далеко не всегда будущие денежные потоки, связанные с инвестициями, настолько предсказуемы и прогнозируемы, чтобы эффективно проводить моделирование. Это особенно справедливо для многих “dot.com”, существовавших в Internet в 1999 и 2000 годах. В следующих главах этой книги рассматривается ряд методов и моделей оценки: метод дисконтирования денежных потоков, анализ коэффициентов прибыльности, анализ скорректированной текущей стоимости, метод собственного капитала, анализ коэффициентов доходности и метод экономической стоимости. Мы рассмотрим применение каждого из методов в ситуациях слияния и приобретения компаний, хотя их можно использовать и при оценке, проводимой для других целей.

Эта глава затрагивает следующие ключевые вопросы.

- Каковы основные причины того, что компании сливаются или приобретают одна другую?
- Почему покупатели платят дополнительную премию за акции, добавляемую к цене, объявленной перед проведением сделки?
- Какова типичная последовательность действий при оценке компании?
- Что представляют собой наиболее часто используемые методы оценки стоимости?

ПРИЧИНЫ СЛИЯНИЙ И ПРИОБРЕТЕНИЙ КОМПАНИЙ: ИСТОРИЧЕСКАЯ СПРАВКА

Компании сливаются или приобретают одна другую по ряду причин. Считается, что самая ранняя волна слияний и приобретений началась в 1890-х годах. Компании США пытались получить монопольную власть в своих отраслях посредством формирования трестов, которые, по сути, представляют собой экстремальную форму **горизонтальной интеграции (horizontal integration)**. После принятия США соответствующего антимонопольного законодательства (*Sherman Antitrust Act*), которое признало практику образования таких формирований незаконной, ориентированные на приобретения компании обратили свое внимание на возможности использовать вертикальную интеграцию в качестве инструмента дальнейшего роста. **Вертикальную интеграцию (vertical integration)** можно хорошо проиллюстрировать на примере нефтегазового сектора США: компании, которые занимались исключительно добычей нефти и газа, в конце концов внедрились в отрасли транспортировки и переработки, а также в сегменты розничной торговли продуктами переработки газа и нефти.

В 1970-х годах наблюдалась вторая, основная волна слияний, прошедших в результате попыток диверсификации бизнеса и снижения рисков. Это привело к созданию конгломератов и холдинговых компаний, занимающихся одновременно самыми разными видами бизнеса. *General Electric* — наиболее успешный пример этих слияний. Однако сегодня стоимость таких высокодиверсифицированных компаний не является предметом дополнительных премий на рынке капиталов. Кроме того, в настоящее время акции большинства холдинговых компаний продаются с **дисконтом конгломерата (conglomerate discount)**, поскольку установление справедливой цены для таких структурно сложных компаний крайне затруднено в принципе [2]. По сути, рынки капиталов предпочитают сегодня компаниям с высоко диверсифицированной структурой “чистую игру” (pure play), т.е. структуры бизнеса, связанные с какой-либо одной отраслью. В значительной степени это вызвано большей “прозрачностью” операций, осуществляемых такими компаниями, бизнес которых проще оценить.

В 1980-х годах произошла третья волна слияний и поглощений, но уже по совершенно другим причинам. Этот период характеризовался относительно высокой инфляцией и высокой стоимостью заемного капитала. Поэтому многие компании сливались с целью снижения стоимости их финансирования, которая достигала тогда в некоторых случаях 25–30% годовых. Тем не менее другие компании сливались в течение этого перио-

да для увеличения своих размеров и получения таким образом преимуществ **экономики масштаба (economies of scale)**, связанной с большими объемами производимой продукции. Слияния с целью увеличения размеров были также мотивированы инфляционной средой восьмидесятых. Компании пытались любой ценой снизить производственные издержки, чтобы выжить в лихорадящей в то время экономической ситуации.

В девяностых годах XX века появились новые обоснования причин слияний и поглощений. Некоторые фирмы поглощали компании, чтобы получить нематериальные активы, представляющие собой определенные знания и технологии менеджмента. Такие приобретения были особенно многочисленны в конце 1990-х годов, когда первенство в каких-либо направлениях особенно ценилось. С развитием всемирной экономики многие компании рассматривали слияния и поглощения как самый быстрый и дешевый способ войти на новые рынки, что, в свою очередь, служило средством защиты их позиций в глобальной экономике. Причиной таких тенденций стало формирование международных торговых пактов, таких как Европейский Союз, Mercosur и Североатлантический договор о свободной торговле (North Atlantic Free Trade — NAFTA). Владение бизнесом в странах, которые входили в вышеуказанные союзы, означало, что материнская компания, владеющая этим бизнесом, могла избегать высокой стоимости торговых тарифов, а также других барьеров, встречающихся в международной торговле. И наконец, некоторые компании рассматривали слияния и поглощения как средство свертывания или консолидации отраслей с большим количеством участников рынка и повышения доходности бизнеса. Эти организации осознавали, что не все компании могут выжить в таких экономических условиях, а значит, им предстоит “поглотить самим или быть поглощенными”. Примерами такого развития были в частности следующие отрасли: энергетика (*BP Amoko Plc* и *ExxonMobil*), фармацевтика (*Pharmacia*, появившаяся в результате слияния *Parmacia* и *Upjohn* с *Monsanto*; *ClaxoSmithKline* — результат слияния *SmithKline Beecham* и *Claxo Wellcome*) и автомобильная индустрия (слияние *Daimler*, *Chrysler* и *Ford*, *Volvo* и *Jaguar*).

Однако не все эти слияния и поглощения приводили к увеличению стоимости капитала. Наоборот, чаще всего происходило ее снижение. Несмотря на существующие подтверждения того, что акционеры приобретаемой компании получают выгоды в результате приобретения, это не всегда так для акционеров приобретающей компании. Есть много практических примеров, показывающих, что, хотя цены на акции большинства приобретаемых компаний растут после раскрытия информации о слиянии или приобретении, цены на акции приобретающей компании падают (обзор литерату-

ры приведен в Jensen and Ruback, 1983). Эти прецеденты говорят о том, что рынок ценных бумаг крайне скептически настроен по отношению к эффекту увеличения стоимости в результате слияний и поглощений. По ряду причин, включая завышенную с точки зрения участников рынка цену предложения, низкую вероятность материализации эффектов синергии, предположения о неспособности менеджеров объединить две различные бизнес-культуры, рынок капиталов сегодня подвергает серьезному сомнению экономическую целесообразность сделок слияний и поглощений.

Изменение цены акций приобретающих компаний после слияния или поглощения, по оценкам различных аналитиков, приведено в табл. 1.1.

ТАБЛИЦА 1.1. ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ПРИОБРЕТАЮЩИХ КОМПАНИЙ ПОСЛЕ СЛИЯНИЯ ИЛИ ПОГЛОЩЕНИЯ

Источник	Страна	Период наблюдения (мес.)	Изменение цены (%)
Agrawal, Jaffe, and Mandelker (1992)	США	60	–10,26
Gregory (1997)	Англия	24	–11,89
Loughran and Vijh (1997)	США	60	–15,90
Rau and Vermaelen (1998)	США	36	–4,04
Pecherot (2000)	Франция	36	–25,41

К сожалению, базируясь на данных рынка, которые единственно правильны, приходится признать, что *только незначительное количество сделок приобретения экономически выгодны*. Например, в 1995 году журнал *Business Week* сообщил, что из 150 отобранных для исследования слияний и приобретений в период с 1990 до 1995 года только половина принесли доход акционерам приобретающих компаний. В книге 1997 года, *Synergy Trap*, Марк Сыровер (Mark Sirower) сообщает, что из 168 исследованных слияний и приобретений с 1979 до 1990 года более чем две трети снизили стоимость для акционеров. И наконец, исследование 700 слияний и приобретений в период с 1996 по 1998 год, которое провела *KPMG International*, показало, что больше 80% не привели к увеличению стоимости, а 50% привели к ее снижению.

Говоря коротко, последние исследования результатов сделок слияний и приобретений показали, что в среднем в результате приобретения стоимость приобретающих компаний снижается. Например, как показано в табл. 1.1, Agrawal, Jaffe и Mandelker (1992), Loughran и Vijh (1997) и другие указанные компании были ниже рынка на 10–15% [3]. Gregory (1997)

и Pecherot (2000) также подтвердили этот результат для рынков капитала Англии и Франции. Чтобы разобраться, почему лишь немногие слияния и приобретения приводят к увеличению стоимости, будет полезно рассмотреть последние данные о премиях, которые платились по таким транзакциям, к чему мы сейчас и переходим.

ПРЕМИИ В ТРАНСАКЦИЯХ СЛИЯНИЙ И ПРИОБРЕТЕНИЙ

Премии в слияниях и приобретениях компаний колеблются в среднем от 20 до 30% по сравнению с ценой акций приобретаемых фирм до совершения сделки приобретения. Исследование Д. Ханда и Л. Линча (Hand and Lynch), опубликованное в 1999 году, показало, что среди 855 приобретений, произошедших между 1987 и 1996 годами, среднее увеличение цены составило 20,3%. В общем, премия в процессе слияний и приобретений, которые еще часто называют “премией за контроль”, возникает потому, что приобретающая компания получает контроль над приобретаемой компанией. Владение контрольным пакетом акций в компании обуславливает множество ценных прав и преимуществ, включая возможность контролировать всю операционную политику и все решения, касающиеся операционной деятельности, право назначать директоров и правление компании, а также право распределять полученную прибыль.

Премии в процессе слияний и приобретений также могут представлять собой компенсации за другие получаемые экономические выгоды, например следующие.

- **Синергизм**, который проявляется в результате назначения более эффективной команды менеджеров, улучшения технологии производства, перенесения активов на более прибыльные участки производства, использования выгод от усиления позиций на рынке или снижения стоимости продукции за счет экономики масштаба.
- **Перенесение налоговых платежей** в результате консолидации финансовой отчетности в процессе приобретения (**oprating tax loss carrybacks and carryforwards**) и, наоборот, с целью снижения налогов на операционную прибыль.
- Неэффективность ценообразования на рынке капиталов, где компании могут быть недооценены потому, что внимание рынка сосредоточено на краткосрочных доходах или из-за неправильной оценки перспектив развития.

Возникает вопрос: “Если слияния и приобретения могут давать такие преимущества, то почему они во многих случаях приводят к снижению стоимости?” Этому существует множество объяснений, основные из которых приведены ниже.

1. Переоценка перспектив роста приобретаемой компании или потенциала соответствующего рынка (проблема ошибок прогнозирования).
2. Переоценка результатов синергизма расходов и доходов (еще одна из ошибок прогнозирования).
3. Завышенное предложение цены за акции приобретаемой компании.
4. Неспособность провести надлежащую экспертизу (due diligence) приобретаемой компании для адекватного определения ее операционных и финансовых рисков.
5. Неспособность успешно интегрировать приобретаемую компанию после успешного слияния или поглощения.

В сущности, при каждом втором слиянии или приобретении менеджмент приобретающей компании совершает определенные критические ошибки — в оценке стоимости приобретаемой компании, в предложении цены за ее акции или в процессе интеграции компаний после приобретения. Вопрос о том, как избежать “ловушек”, встречающихся при слияниях и приобретениях, в этой книге не рассматривается. Вместо этого мы сосредоточимся на процессе оценки стоимости компании, а именно на специальных вопросах бухгалтерского учета, финансов и налогообложения. К этим вопросам мы сейчас и переходим.

ПРОЦЕСС ОЦЕНКИ

Аналитики различают пять видов стоимости компании: балансовая стоимость, разделительная стоимость, экономическая стоимость, ликвидационная стоимость и рыночная стоимость.

Балансовая стоимость (book value) — это стоимость компании согласно бухгалтерским книгам, т.е. общие активы компании, минус общие пассивы. Это остаточная стоимость компании, активы которой можно продать по их цене, отраженной в балансовом отчете, а полученные доходы использовать на погашение обязательств по их цене, отраженной в финансовых отчетах. **Разделительная стоимость (break-up value)** — стоимость реализации активов компании при их разделении на некие продаваемые части и продажи этих частей рыночными методами. Такой

подход уместен для компаний, состоящих из нескольких индивидуальных бизнес-подразделений или сегментов. **Экономическая стоимость (economic value)** относится к стоимости чистых (после налогообложения) денежных потоков, которые получают владельцы (акционеры) в течение предполагаемого срока существования компании. Данная концепция базируется на прогнозах будущих денежных потоков компании. **Ликвидационная стоимость (liquidation value)** — стоимость компании, за которую она может быть реализована в случае банкротства. И наконец, **рыночная стоимость (market value)** — это стоимость, которая образуется на организованном рынке ценных бумаг.

Хотя все пять видов стоимости можно использовать для оценки компании, в настоящей работе прежде всего рассматривается *определение экономической стоимости*. Таким образом, стоимость, определяемая в этой книге, относится к денежным потокам, которые, в соответствии с ожиданиями, будут получены владельцами в течение предполагаемой жизни компании.

Процесс оценки компаний обычно включает следующие пять шагов.

1. Выбор и предварительный анализ компаний для определения возможностей приобретения и их соответствия *стратегическим целям* приобретателя.
2. Анализ истории развития для определения финансового состояния компании и более детального понимания ее операционной стратегии и бизнес-модели.
3. Моделирование деятельности приобретаемой компании посредством составления *проформ финансовой отчетности (pro forma financial statements)*. Наиболее важный аспект оценки компании — *правильное и точное моделирование ее будущей деятельности*. Этот процесс требует детального понимания бизнес-модели приобретаемой компании, факторов, влияющих на ее доходы и издержки, а также процедуры операционной деятельности.
4. Оценка операционной стоимости приобретаемой компании после того, как рассчитаны ее свободные денежные потоки и текущая стоимость.
5. Проведение оценки акционерного капитала приобретаемой компании и анализ чувствительности ключевых предположений, лежащих в основе финансовых прогнозов.

Как мы увидим дальше, шаги 4 и 5 можно пропустить, если используется сокращенная версия техники оценки, такая как применение анализа коэффициентов доходности или коэффициентов прибыльности.

ДРУГИЕ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ

В зависимости от того, занимается ли компания появляющимся (start up) или зрелым (mature) бизнесом, а также в зависимости от особенностей отрасли, которой она принадлежит, к ее оценке могут применяться разные подходы. Мы будем фокусироваться на основных методах. Самые популярные из них можно разделить на две группы — методы относительной оценки (relative valuation methods) и методы прямой оценки (direct valuation methods). Методы относительной оценки не обеспечивают результатов в абсолютном смысле, т.е. определяют не *справедливую стоимость акций компании*, а их стоимость *относительно группы сравнимых компаний*. Таким образом, эти методы наиболее приемлемы, если приобретающая компания совершает сделку непосредственно внутри отрасли. Но если приобретающая компания рассматривает возможности приобретения бизнеса в других отраслях, этот метод неадекватен. Методы относительной оценки включают оценку с применением коэффициентов доходности и прибыльности, а также оценку с использованием коэффициентов балансовой стоимости (book value multiples valuation).

Прямые методы базируются на концепции оценки скорректированной текущей стоимости (adjusted present value) будущих денежных потоков (future cash flows), которые, в соответствии с ожиданиями, получают собственники компании. Эти способы оценки включают: метод дисконтирования будущих денежных потоков, метод скорректированной текущей стоимости, метод собственного капитала (equity method) и метод экономической стоимости. Основным принципом для каждого из этих методов является то, что стоимость — функция денежных потоков, получаемых от инвестиции.

Тот факт, что существует большое разнообразие прямых методов оценки стоимости, базирующихся на одном и том же принципе, приводит к следующим важным заключениям.

- Финансовое сообщество имеет некое негласное соглашение о том, что стоимость определяется на основании будущих денежных потоков.
- При этом факторы, определяющие стоимость акций, не столь четко определены.

Наивно было бы говорить, что в современной экономической действительности цена акций определяется неким *единственным фактором*. Появление множества методов оценки в значительной мере отражает невозможность точного определения факторов стоимости ценных бумаг — доходы, бухгалтерская прибыль, балансовая стоимость, экономический доход или дисконтированные денежные потоки. Однако доминирующей точкой зрения и, стало быть, основным методом, который рекомендуется

в этой книге, является метод дисконтированных денежных потоков, дающий наиболее точную оценку *движения цен акций*.

А сейчас мы переходим к более детальному рассмотрению принципов прямого и относительного методов оценки.

Методы относительной оценки

Концепция “время — деньги” или, если сказать по-другому, “время имеет стоимость и ограничено”, является основным мотивом для использования методов относительной оценки. Эти методы достаточно просты в применении и легки для понимания. В сущности, техника относительной оценки — достаточно быстрый и легкий для восприятия способ приблизительного анализа стоимости приобретаемой компании.

Существуют три наиболее распространенных коэффициента относительной оценки.

- Рыночная цена акции к прибыли на одну акцию.
- Рыночная цена акции к доходу на одну акцию.
- Рыночная цена акции к балансовой стоимости акции.

Коэффициент “рыночная цена акции к прибыли на одну акцию” (P/E) показывает, сколько инвестор готов платить за получаемую компанией прибыль. Например, говорят, что компания с P/E, равным 10, продается по цене, превышающей ее прибыль в десять раз, а значит, инвестор готов платить десять долларов за каждый доллар прибыли. Компании, имеющие перспективы значительного роста доходов в будущем, обычно имеют более высокий P/E, так как их инвесторы будут получать более быстрый и высокий доход в форме дивидендов и роста цен на эти акции.

Поскольку прибыльность компании зависит от структуры капитала, некоторые аналитики используют уточненные варианты коэффициента P/E, которые учитывают влияние структуры капитала, а именно отношение цены к прибыли, полученной до выплаты процентов и налогов (P/EBIT) [4]. При этом другие аналитики имеют определенные сомнения по поводу деструктивного эффекта на прибыль, который появляется в результате различных практик применения стандартов ведения бухгалтерского учета в части амортизации нематериальных активов (*amortization of intangible assets*) и основного капитала (*fixed assets*). Они рекомендуют использовать соотношение рыночной цены акции и прибыли перед уплатой процентов, налогов и начисления амортизации (P/EBITDA). EBITDA — широко распространенный показатель финансовой деятельности компании, поскольку он близок по значению к операционному денежному потоку.

Коэффициенты P/E, P/EBIT, P/EBITDA следует использовать, когда компания имеет положительную учетную (бухгалтерскую) прибыль. Но не все компании получают такую прибыль (особенно недавно появившиеся). Для них используются другие коэффициенты, из которых чаще всего применяется коэффициент “Цена акции к объему продаж” (P/S, или Price/Sales, или Price/Revenue). Этот коэффициент можно использовать для компаний, находящихся на ранней стадии развития, когда рост их доли на рынке и увеличение продаж являются хорошими индикаторами будущей деятельности и прибыльности. Например, когда Internet стали использовать как средство посредничества в торговле, аналитики, работающие в секторе высоких технологий, нуждались в методике оценки различных Web-порталов и компаний электронной коммерции, не имевших истории доходов и денежных потоков. Для таких компаний аналитики должны были использовать специальные методы оценки их будущей доходности, как правило, связанные с посетителями этих Web-страниц. Появились такие способы оценки, как доход на один просмотр (revenue per eyeball) и доход на одну просмотренную страницу (revenues per page view).

И еще один способ оценки — отношение цены к балансовой стоимости (Price/Book Value). Этот коэффициент измеряет относительную премию, которую инвесторы готовы платить за балансовую стоимость акционерного капитала компании. К сожалению, коэффициент Price/Book Value высокочувствителен к конвенциям и изменениям стандартов бухгалтерского учета, а также к политике применения этих стандартов, которую реализует финансовый менеджмент компании. Поэтому P/BV неприемлем для большинства оцениваемых компаний и используется очень селективно.

В табл. 1.2 представлены значения рассмотренных выше коэффициентов для различных отраслей. Можно заметить значительное отклонение в коэффициентах отраслей с высокими темпами роста (компьютерная и полупроводниковая) по сравнению с отраслями с низкими темпами роста (автомобильная и химическая). Сравните затененные цифры табл. 1.2.

Таблица 1.2. Методы относительной оценки: средние отраслевые коэффициенты

Отрасль	Средние отраслевые коэффициенты		
	P/E	P/Sales	P/Book Value
Автомобильная	11,3	0,4	1,6
Ликеро-водочная	20,8	1,9	5,3
Химическая	12,2	0,8	2,1
Компьютерная	42,2	2,4	9,2
Полупроводниковая	44,4	6,4	7,4

Методы прямой оценки

В отличие от относительных методов оценки, прямые методы дают инвесторам возможность получить теоретическое значение цены акции в абсолютном измерении. Более того, прямые методы имеют преимущества перед относительными, поскольку они измеряют то, что непосредственно имеет значение для инвесторов, — ожидаемые денежные потоки. Наиболее известный прямой метод оценки — метод дисконтирования денежных потоков.

Метод дисконтирования денежных потоков (DCFА) базируется на одном из фундаментальных принципов финансовой теории: стоимость активов сегодня равняется скорректированной текущей стоимости будущих денежных потоков, которые активы принесут в течение их экономической жизни. Согласно этой методике операционная стоимость бизнеса определяется как сумма приведенной к настоящему моменту стоимости будущих денежных потоков. Наиболее важна для этой методики разработка максимально реалистичного прогноза финансовых отчетов, который представляет оценку будущих операций компании. Стоимость акционерного капитала фирмы — это стоимость всех ее активов, минус стоимость требований кредиторов, владельцев привилегированных акций и любых предъявителей, имеющих приоритет перед владельцами обыкновенных акций.

DCFА является высокоэффективным методом оценки фирмы, особенно если предполагается, что структура капитала фирмы будет неизменной. При этом причиной некоторых приобретений является изменение структуры капитала, например выкуп с использованием финансового рычага (Leveraged Buyout — LBO). В этих ситуациях зачастую рекомендуется использовать специальные варианты DCFА, а именно метод скорректированной текущей стоимости (Adjusted Present Value — APV).

В соответствии с APV стоимость приобретаемой фирмы раскладывают на два компонента: стоимость компании (которая предположительно финансируется только за счет собственного капитала) и стоимость так называемого налогового щита (tax shield), возникающего за счет существующего или предполагаемого финансирования долговым капиталом. По мере изменения структуры капитала фирмы изменяется средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital — WACC), коэффициент, используемый для дисконтирования денежных потоков. Более того, поскольку процентные выплаты учитываются до налогообложения (tax deductible), использование долгового финансирования (финансового рычага) подразумевает увеличение операционного денежного потока фирмы (operating cash flow) посредством снижения налога на прибыль. Следовательно, по мере изменения структуры капитала меняется и стои-

мость фирмы, а APV является эффективным способом измерения стоимости в условиях меняющейся структуры капитала.

Последний способ прямого измерения стоимости — это метод экономической стоимости (Economic Value — EV). Основной принцип этого метода состоит в том, что, если фирма приносит положительную экономическую прибыль, то она создает постоянный рост благосостояния акционеров и приводит к увеличению стоимости акций. Метод экономической стоимости фокусируется на измерении периодической экономической прибыли, а не операционных денежных потоков (хотя обе эти меры достаточно тесно связаны). Как и при вычислении DCFA и APV, для определения стоимости фирмы будущие периодические потоки прибыли приводятся к сегодняшнему времени путем дисконтирования.

Эти методы — DCFA, APV и EV — в определенных случаях могут приводить к одному и тому же результату (подробнее об этом — в главе 4). Выбор метода оценки обычно зависит от стабильности структуры капитала фирмы и предпочтений аналитика. В табл. 1.3 приведено сравнение этих трех методов.

ТАБЛИЦА 1.3. СРАВНЕНИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ФИРМЫ ПО МЕТОДАМ ПРЯМОЙ ОЦЕНКИ

Метод дисконтирования денежных потоков (DCFA)	Метод скорректированной текущей стоимости (APV)	Метод экономической стоимости (EV)
Текущая стоимость денежных потоков в течение определенного прогнозируемого периода	Текущая стоимость операционных денежных потоков компании, которая предположительно финансируется за счет собственного капитала	Текущая стоимость экономической прибыли в течение прогнозируемого периода
	Текущая стоимость налогового щита, возникшего за счет заемного финансирования	Инвестированный капитал
Текущая стоимость текущей стоимости	Текущая стоимость будущей текущей стоимости	Текущая стоимость будущей текущей стоимости

РЕЗЮМЕ

В этой главе мы обсудили принципиальные причины слияний и поглощений компаний, факторы, влияющие на ценовую премию в процессе слияний или приобретений, типичные стадии этих процессов и основные методы оценки стоимости фирмы.

В главе 2 мы более подробно рассмотрим методы и техники оценки компании, обращая особое внимание на финансовый анализ и разработку финансовых прогнозов. В главе 3 мы изучим традиционные подходы к оценке с помощью коэффициентов и DCFA. Глава 4 посвящена методикам, появившимся в последнее десятилетие, — APV, EV и анализу с применением коэффициентов прибыльности. В главе 5 мы обратим внимание на ряд проблем, связанных с финансовой отчетностью, которые аналитик должен разрешать в процессе определения стоимости. Глава 6 посвящена исследованию вопросов налогообложения и процессу консолидации финансовых отчетов, поскольку они непосредственно относятся к слияниям и поглощениям. И наконец, в главе 7 мы обсудим несколько заключительных положений.

КОММЕНТАРИИ

1. Ф. Модилиани и М. Х. Миллер (Modigliani and Miller, 1961) являются создателями большинства современных методов оценки. Согласно их теории, стоимость компании состоит из двух компонентов: стоимости стабильного состояния (steady state value) текущих операций компании и стоимости ее будущих операций.
2. П. Г. Бергер и Э. Офек (Berger and Ofek, 1995) сообщили, что дисконт за приобретение конгломератов (conglomerate discount) составляет в среднем 15%. Однако многие аналитики верят в то, что величина этого дисконта снижается по мере расширения использования методик проведения оценки, позволяющих проанализировать конгломерат как сумму его частей.
3. Другие исследования по тестированию метода экономической стоимости приобретения следующими учеными Scherer (1987), Kaplan and Weisbach (1992) и Healy, Palepu and Ruback (1997).
4. В общем случае финансирование с использованием долгового капитала дешевле по сравнению с собственным капиталом, отчасти потому, что выплата процентов освобождена от налогов (tax deductible), в то время как дивиденды являются объектом налогообложения; кроме того, долговой капитал менее рискован, что снижает его стоимость. Как следствие, фирма, которая финансируется с использованием долгового капитала, должна генерировать более высокий доход на акционерный капитал, чем компания, финансируемая только за счет акционерного капитала.