

УДК 336.64

Э.Б. Бакаева

Магистрант МВА «Финансовый менеджмент»

КазЭУ имени Т. Рыскулова Международная Бизнес школа, Республика Казахстан, г. Алматы

E-mail: elya_bakayeva@mail.ru

Оценка эффективности и риска стратегической реструктуризации компаний в условиях Казахстана

Рассмотрено экономическое содержание реструктуризации компании, показана его взаимосвязь с концепцией управления стоимостью компании и различия между двумя основными подходами к реструктуризации компании - оперативному и стратегическому. Исходя из того, что основным механизмом стратегической реструктуризации компании являются сделки слияния (поглощения), основное внимание уделено исследованию их особенностей в условиях современной казахстанской экономики. Сделан вывод, что стандартного набора финансовых инструментов и критериев, применяемых для анализа эффективности таких сделок в условиях Казахстана, оказывается совершенно недостаточно. Для оценки эффективности и рисков сделки слияния (поглощения) казахстанских компаний предложен набор критериев, характеризующих прогнозные и фактические показатели с учётом используемых участниками сделки инструментария и подходов. Сформулированы рекомендации относительно алгоритма и процедур данной оценки. По результатам использования предложенной системы критериев также предложены рекомендации для сделок слияния (поглощения) казахстанских компаний, осуществляемых путём фиксирования суммы сделки, платежа за каждую акцию и количества акций.

Ключевые слова: стратегическая реструктуризация компании, сделка слияния (поглощения), финансовые инструменты, прогнозные критерии эффективности сделки, алгоритм и процедуры прогнозной оценки сделки.

E.B. Bakayeva

Assessment of efficiency and risk of strategic restructuring of the companies in the conditions of Kazakhstan

The economic content of restructuring of the company is considered, its interrelation with the concept of management by company and distinction cost between two main approaches to company restructuring - quick and strategic is shown. Recognizing that the main mechanism of strategic restructuring of the company transactions of merge (absorption) are, the main attention is paid to research of their features in the conditions of modern Kazakhstan economy. The conclusion is drawn that a standard set of financial instruments and the criteria applied to the analysis of efficiency of such transactions in the conditions of Kazakhstan, it appears absolutely insufficiently. For an assessment of efficiency and risks of the transaction of merge (merger) of the Kazakhstan companies the set of the criteria characterizing expected and actual indicators taking into account used by participants of the transaction of tools and approaches is offered. Recommendations concerning algorithm and procedures of this assessment are formulated. By results of use of the offered system of criteria recommendations for transactions of merge (merger) of the Kazakhstan companies which are carried out by fixation of an amount of transaction, payment for each action and number of stocks are also offered.

Keywords: strategic restructuring of the company, transaction of merge (absorption), financial instruments, expected criteria of efficiency of the transaction, algorithm and procedures of projection of the transaction.

Э.Б. Бакаева

Қазақстан жағдайында компаниялардың стратегиялық қайта құрылымдауының тәуекелі мен тиімділігін бағалау

Компанияның қайта құрылымдау үдерісінің экономикалық мазмұны зерттелген. Қосылу (бірігу) мәмілелерінің ролі компанияның стратегиялық қайта құрылымдауының негізгі механизмі ретінде көрсетілген. Қазақстан экономикасы жағдайында қосылу (бірігу) мәмілелерінің тәуекелі мен тиімділігін бағалаудың тәсілдерін жетілдірудің қажеттілігі дәлелденді. Берілген бағалаудың алгоритмі мен рәсімдері жайында автордың ұсыныстары тұжырымдалған.

Түйін сөздер: компанияны стратегиялық қайта құрылымдау, қосылу (бірігу) мәмілесі, қаржы құралдары, мәміле тиімділігінің болжамды өлшемдері, мәмілені болжамды бағалаудың алгоритмі мен рәсімі.

Реструктуризация компании (corporate restructuring) определяется в современной экономической литературе как «процесс пересмотра и изменения отношений по поводу обязательств, требований, контрактов, претензий и обещаний как в письменной, так и в устной форме, в которой компания вступает с целью создания и/или сохранения стоимости» [1, с.35], изменение в бизнес-процессах предприятия, которые не являются частью повседневного делового цикла и направлены на увеличение стоимости бизнеса [2].

Такое понимание реструктуризации основано на стоимостном подходе к управлению компанией – концепции управления стоимостью компании (value based management). Из этой концепции следует, что реструктуризация – один из основных механизмов развития компаний, постоянный и непрерывный процесс ее изменения [3]. Выбор методов реструктуризации определяется в зависимости от стратегии, целей и состояния компании.

Если компания нуждается в проведении оперативной реструктуризации, то могут быть изменены, например, структуры:

- имущественного комплекса (сдача в аренду, консервация, ликвидация, списание активов, их реализация);

- кредиторской задолженности (признание задолженности недействительной, отсрочка или рассрочка долга с последующим погашением, погашение задолженности с минимальными издержками, выкуп прав требований к кредитору с последующим предъявлением требований и др.);

- дебиторской задолженности (погашение задолженности с получением максимального экономического эффекта, признание задолженности недействительной, различные формы увольнения или сокращения численности сотрудников) [1, с.64].

Если же компания уже добилась достаточно высокого уровня операционной эффективности, она переходит к стратегической реструктуризации – совершенствует структуру бизнес-портфеля компании [4].

Этого можно достичь либо за счет удаления тех направлений, которые не являются ключевыми для будущего компании, либо за счет укрепления стратегически важных для компании направлений путем приобретения новых видов бизнеса [5] – основным механизмом стратеги-

ческой реструктуризации являются сделки слияния /поглощения [6].

Проведенный нами анализ сделок слияния (поглощения) в условиях Казахстана показал, что стандартного набора критериев, применяемых для анализа эффективности инвестиций (расчет увеличения стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков), совершенно недостаточно. Прежде всего, потому что в наших условиях текущая рыночная стоимость компании (капитализация) очень редко отражает реальную стоимость ее бизнеса. К тому же под стоимостью бизнеса у нас также понимается стоимость компании с точки зрения отраслевого инвестора – однако стоимость компании крайне редко может быть определена по аналогии, методом оценки стоимости создания аналогичной бизнес-системы [7;8]).

Для оценки эффективности и рисков сделки слияния (поглощения) нами был предложен набор критериев, характеризующих прогнозные и фактические показатели с учетом используемых инструментария и подходов. Дело в том, что существует три основных инструмента (и, соответственно, три подхода) к совершению сделок слияния (поглощения) [9]:

1. Денежные средства.

В этом случае поглощающее предприятие предлагает акционерам приобретаемого предприятия определенную сумму денежных средств за каждую акцию приобретаемого предприятия.

2. Фиксированная стоимость акций.

Поглощающее предприятие может предложить фиксированную стоимость акций. С гарантией зафиксировать стоимость акций, которая будет заплачена за каждую акцию приобретаемого предприятия. При этом число предлагаемых акций колеблется в зависимости от цены акции поглощающего предприятия в момент осуществления сделки. Это означает, что акционеры поглощающего предприятия будут нести все ценовые риски и получают все доходы, возникшие в течение периода проведения сделки. Акционеры приобретаемого предприятия не несут никаких ценовых рисков и не получают дополнительной прибыли, поскольку они получают фиксированную величину от стоимости поглощающего предприятия.

3. Фиксированное количество акций.

Поглощающее предприятие может предложить фиксированное количество акций. С

гарантией зафиксировать количество акций, которые будут заплачены – за каждую акцию приобретаемого предприятия. При этом стоимость предлагаемых акций колеблется в зависимости от цены акции поглощающего предприятия в момент осуществления сделки. Это означает, что акционеры поглощающего и поглощаемого предприятий разделяют риски и доходы, связанные с изменением в курсе акций поглощающего предприятия в течение периода проведения сделки. При оплате фиксированным количеством акций акционеры приобретаемого предприятия могут столкнуться с существенным риском того, что их недавно выпущенные акции в поглощающем предприятии будут продаваться со скидкой к цене перед началом сделки слияния.

Безусловно, на практике оплата может осуществляться и комбинированным способом: покупатели могут делать предложение, используя комбинацию и денежного платежа, фиксированного платежа за каждую акцию и фиксированного количества акций.

По результатам использования предложенной системы критериев мы пришли к следующим выводам.

1. Для сделок, осуществляемых в денежной форме, характерной особенностью является то, что компания-покупатель несет все риски и в то же время получает все выгоды от сделки.

Риск для покупателя напрямую зависит от денежных средств, предлагаемых за одну акцию, и премии, предлагаемой за акции компании-продавца. В то же время доходность сделки для продавца линейно растет с ростом цены, предлагаемой за одну акцию. Доходность сделки для покупателя также зависит от величины ожидаемого размера синергетического эффекта, с его ростом доходность сделки растет.

Негативная реакция рынка на объявление о намерении предприятий объединиться может послужить поводом для пересмотра как условия сделки, так и самого решения о слиянии (поглощении). Однако этот «сигнальный эффект» практически не влияет на показатели доходности и риска.

2. Для сделок, осуществляемых по фиксированной стоимости акций, с ростом их стоимости растет риск для покупателя, в то же время увеличивается доходность сделки для продавца и его доля во вновь образуемом предприятии. В

определенных условиях может сложиться ситуация, когда предприятие покупатель фактически перестает быть держателем доли в новом предприятии, хотя планировалось обратное.

Также выявлено влияние синергетического эффекта на доходность сделки со стороны покупателя. С увеличением его прогнозируемого объема доходность сделки для покупателя растет, позволяя компенсировать увеличение размера премии, предлагаемой продавцу. Однако несмотря на это, предполагаемая стоимость акций, покупаемых по фиксированной цене, может быть слишком велика, что приводит к отрицательной доходности сделки даже при условии достижения максимального уровня синергетического эффекта.

3. Для сделок, осуществляемых путем обмена акциями, при прочих равных условиях доходность сделки для продавца будет ниже, а для покупателя – выше, по сравнению с денежной формой или покупкой акций по фиксированной цене. Связано это с разделением рисков сделки между покупателем и продавцом. С увеличением ожидаемого синергетического эффекта доходность сделки линейно растет как для покупателя, так и для продавца. Таким образом, даже меньшее меновое соотношение, но с учетом синергетического эффекта, становится доходным не только для покупателя, но и продавца. В то же время при расчете влияния сигнального эффекта может сложиться ситуация, когда рост котировок покупателя ведет к увеличению риска.

После выбора формы проведения сделки слияния (поглощения) необходимо, по нашему мнению, провести расчеты в следующих вариантах:

- до объявления о сделке (в отсутствие сигнального эффекта и синергетического эффекта);
- перед объявлением о сделке (в отсутствие сигнального эффекта, но с учетом различных вариантов размера получаемого синергетического эффекта);
- после объявления о сделке (с учетом сигнального эффекта, различных вариантов размера получаемого синергетического эффекта).

Именно такая последовательность расчетов позволяет оценить более полное представление о финансово-экономической стороне сделки слияния (поглощения) с учетом синергии и фактической реакции рынка на объявление о сделке.

Литература

- 1 Белых Л.П. Реструктуризация предприятия: учебное пособие. – М.:ЮНИТИ-ДАНА, 2011. – 511 с.
- 2 Дусалеев В.Ю. Экономическое содержание реструктуризации предприятия // Финансовые проблемы оздоровления экономики государства и предприятий в рыночных условиях. – Ч.2. – М.: ИЭАУ, 2006 http://www.ieay.ru/nauch/sc_article/2006/04/Dusaleev.shtml
- 3 Жданов А.Ю. Реструктуризация бизнеса путем слияний и поглощений. М.: ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации», 2008.-215 с.
- 4 Слияния и поглощения в системе современной экономики / под ред. А.Н. Фоломьева. – М.: Изда-во РАГС, 2009. – 460 с.
- 5 Гранди Т. Слияния и поглощения: как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес: пер. с англ. – М.: Эксмо, 2008. -239 с.
- 6 Депаμφилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании: прогресс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы: пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – 921 с.
- 7 Абдреева А. Б. Финансовый анализ процесса слияний и поглощений банковских структур: автореферат дисс. ...к.э.н. Алматы, 2010. – 29 с.
- 7 Алдабергенова Б.Т. Правовое регулирование сделок слияний и поглощений: автореферат дисс. ...доктора Ph. D. – Астана, 2010 – 28 с.
- 9 Хардинг Д., Роувит С. Искусство слияний и поглощений. Четыре ключевых решений, от которых зависит успех сделки: пер. с англ. – Минск, Гревцов Паблшер, 2007. – 254 с.

References

- 1 Belyh L.P. Restrukturizatsiya predpriyatiya: uchebnoe posobie-M.: YUNITI-DANA, 2011-511 s.
- 2 Dusaleev V.Yu. Ekonomicheskoe sodержanie restrukturizatsii predpriyatiya // Finansovye problem ozdorovleniya ekonomiki gosudarstva i predpriyatij v rynochnykh usloviyakh, ch.2, – M.: IEAU, 2006 http://www.ieay.ru/nauch/sc_article/2006/04/Dusaleev.shtml
- 3 Zhdanov A.Yu. Restrukturizatsiya biznesa putem sliyanij i pogloshenij – M.: FGOU VPO, 2008. -215 s.
- 4 Sliyanija i poglosheniya v sisteme sovremennoy ekonomiki / pod red. A.N.Folom'eva – M.: RAGS, 2009. – 460 s.
- 5 Grandi T. Sliyanija i poglosheniya: kak predotvratit` razrushenie korporativnoi stoimosti,priobretaya novyy biznes / per. s angl. – M:Eksmo,2008 -239 s.
- 6 Depamfilis D. Sliyanija, poglosheniya i drugie sposoby restrukturizatsii kompanij: progress, instrumentarij, primery iz praktiki, otvety na voprosy / per. s angl. – M:Olimp-Biznes, 2007 – 921 s.
- 7 Abdreeva A.B. Finansovyy analiz protsesssa sliyanij i pogloshenij bankovskikh struktur: Avtoref. diss...k.e.n. Almaty, 2010 – 29 s.
- 8 Aldabergenova B.T. Pravovoe regulirovanie sdelok sliyanij i pogloshenij. Avtoreferat diss. ...doktora Ph.D Respublika Kazakhstan Astana, 2010-28 s.
- 9 Kharding D.,Rouvit S. Iskustvo sliyanij i pogloshenij. Chetyre klyuchevykh resheniy, ot kotoryy zavisit uspekhn sdelki / per. s angl. – Minsk, Grevtsov Pablicher, 2007 – 254 s.