

ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ЗАСОБІВ ФІНАНСУВАННЯ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ

Зауважується необхідність ретельного планування угод перед започаткуванням процесу злиття. Пропонуються економетричні методи прогнозування. Наведена методологія розрахунків. Аналізується доцільність тих чи інших засобів платежу — за рахунок цінних паперів та грошовими коштами.

The article notes the need of careful planning agreements before the merger. It proposes econometric forecasting techniques and shows the methodology of calculation. It analyzes the feasibility of various means of payment — by securities and by cash.

Ключові слова: економетрика, регресійний аналіз, екстраполяція, лінійний тренд, коефіцієнт конвертації, синергійний ефект.

Key words: econometrics, regression analysis, extrapolation, lineartrend, conversion rate, synergistic effect.

ВСТУП

Негативні результати великої кількості злиттів і поглинань викликають певні сумніви в доцільності багатьох поглинань, що мали місце в світі в останні десятиріччя. Безрадісні результати покупців у короткостроковій та довгостроковій перспективі повинні спонукати менеджмент компанії — потенційних покупців — переглядати свої оцінки в період до злиття, з тим щоб переконатися в їх обгрунтованості. Ці результати ставлять ряд питань і перед радами директорів, яким, ймовірно, ще доведеться розглядати запропоновані придбання. Це, зрозуміло, не означає, що компаніям взагалі не слід займатися злиттям й поглинаннями, адже, враховуючи багатообіцяючі вигоди, які можуть бути реалізовані зі злиття, що добре сплановане, слід лише зрозуміти необхідність у більшій обережності та більш ретельному плануванні угод в період, що передує злиттю.

МЕТОДИ ПРОГНОЗУВАННЯ

У цьому сенсі оцінний аналіз вимагає, щоб покупець прогнозував вільні грошові потоки компанії-мети. При цьому можна використовувати різні методи прогнозування — від простих технічних прийомів до досить складних економетричних прогнозів [1].

Економетрика — це спеціалізована складова економіки, що використовує статистичні інструменти для аналізу економічних і фінансових змінних. Що стосується вибору між простими та складними технічними прийомами, то загальним і керівним його принципом можна вважати використання для прогнозу більш простих і менш дорогих інструментів. Ця проблема часто стає неактуальною, якщо аналітик не дуже розбирається в складних методиках. Вигоди, що отримують із застосування цих методів, також не завжди ясні. Можна розглянути деякі з основних методів прогнозування.

— Екстраполяція історичних темпів зростання вільних грошових потоків компанії-мети припускає визначення цього темпу зростання за вибраний період часу та проектування його в майбутнє. Річний темп зростання зазвичай розраховують за формулою складного відсотка, а не просто як середнє значення різних річних темпів зростання за минулі роки. Цей показник можна отримати, використовуючи формулу для розрахунку складного темпу зростання дивідендів:

$$Y = (1 + g)^n X \quad (1),$$

причому тут Y — останнє значення грошового потоку; X — перше значення грошового потоку; n — кількість вибраних минулих років чи періодів; g — складний річний темп зростання.

Маючи значення для Y , X і n , неважко розрахувати g . Провівши необхідні перетворення, одержимо з (1) рівність:

$$g = \sqrt[n]{\frac{Y}{X}} - 1.$$

Цей знайдений складний річний темп g зростання грошових потоків і прибутку потім застосовується до їх останніх звітних значень у компанії та використовується для прогнозування зростання продажів майбутніх років. Коли з'являється конкретна інформація, що змінює будь-яку статтю витрат, вона може бути вибірково використана для отримання більш точного прогнозу.

Якщо останній період часу, взятий як база проєкції, є

нетиповим, то можна використовувати середнє значення річних темпів зростання за декілька інших років, що допоможе зменшити вплив відхилень останнього року на формування бази. Коли грошові потоки або прибуток мають висхідний тренд, процес усереднювання зменшить його вплив на, власне, зростання компанії. Аналітик повинен враховувати обидва ці чинники та робити свої висновки на основі переваг і недоліків цього компромісу.

— Метод зваженої середньої доцільніше використовувати тоді, коли в компанії, що аналізується, або на ринку в цілому відбуваються значні зміни, які роблять обсяг виручки останніх років більш показовим для майбутніх результатів діяльності компанії, ніж цей процес у більш ранніх періодах. Проте, коли ця різниця може бути не настільки великою, щоб аналітик визнав за необхідне відкинути більш ранні роки, то специфіка окремих років може бути врахована шляхом привласнення більшої питомої ваги свідчим даним (це якщо аналітик вважає, що всі роки грали певну роль у прогнозних значеннях). Звичайно, неважко помітити, що метод зваженої середньої надає більшу важливість останнім рокам, якщо в них обсяги виручки зростають швидше.

Але і метод зваженої середньої, і метод простої середньої мають серйозні недоліки. В інфляційному середовищі виручка має тенденцію зростати під впливом загального підвищення цін. І хоча складний середньорічний темп зростання враховує цей фактор, та ні метод зваженої, ні простої середньої не можуть повністю врахувати щорічне підвищення виручки, обумовлене інфляцією та іншими змінними, такими як зростання галузі й конкретної компанії. Ці методи явно не підходять для нових, швидкозростаючих компаній. Вони більш придатні для зрілих компаній у галузях з низькими темпами зростання [2]. Проте, якщо ці галузі зростають в одному темпі з інфляцією, то застосування відповідного коефіцієнта інфляції до виручки компанії за останні роки може бути кращим методом прогнозування, ніж методи зваженої чи простої середньої.

— Аналіз лінійного тренду є більш складним методом прогнозування майбутніх продажів шляхом побудови апроксимованого тренду обсягів виручки компанії з використанням лінійної залежності (прямої лінії). І хоча історичні обсяги виручки компанії змінюються нелінійним чином, тренд може бути усереднений, якщо припустити, що він приблизно прямолінійний. Найпростішим способом є графічна побудова лінійного тренду у вигляді:

$$R = \alpha + \beta t \quad (2).$$

де R — прогнозовані значення виручки для вибраного часу t ; α — перетин осі виручки; β — кутовий коефіцієнт нахилу прямої, який показує, наскільки в середньому збільшується виручка, коли час t змінюється на одну одиницю. При цьому він може бути знайдений простим співвідношенням:

$$\beta = \frac{\Delta R}{\Delta t},$$

яке може використовуватися для прогнозування майбутніх обсягів виручки.

— Регресійний аналіз для прогнозів майбутніх обсягів виручки використовує лінійну формулу (2), але він забезпечує більш точні оцінки параметрів α і β за допомогою методу як-

найменших квадратів [3]. При цьому простий регресійний аналіз із використанням техніки якнайменших квадратів може давати досить точні прогнози майбутніх обсягів виручки, засновані на ретроспективних даних обсягів продажів. Недоліком цього методу є те, що він не враховує функціональних взаємостосунків між виручкою та іншими визначальними змінними, такими як загальний рівень економічної активності або ціна факторів виробництва. Ці чинники можуть бути включені в процес прогнозування через використання багатофакторного регресійного аналізу. В результаті аналітик замість (2) одержує рівняння багатофакторної регресії:

$$R = \alpha_0 + \sum_{i=2}^n \alpha_i X_i,$$

в якому передбачається, що обсяги виручки визначаються декількома чинниками. Методологія розрахунку коефіцієнтів багатофакторної регресії дещо складніша за просту лінійну регресію, та вона без особливих труднощів реалізується на комп'ютері. Однак деякі ускладнення можуть виникати при точній специфікації рівняння багатофакторної регресії: визначенні правильних функціональних форм (лінійної чи нелінійної) та виборі незалежних змінних, які найкращим чином характеризують обсяги виручки R. Виконання цієї задачі може вимагати дуже багато часу і приводити до оманливих або навіть помилкових результатів, якщо аналітик не знає, як проводити необхідні економетричні тести. Тому багато з них для прогнозів злиття використовують прості технічні прийоми побудови трендів або просту екстраполяцію історичних темпів зростання продажів.

Відмінності засобів платежу. При оцінці публічних компаній в дослідженнях можливих злиттів і поглинань важливо також враховувати засоби платежу. Аналіз пропозицій з обміном акцій показує їх відмінності від пропозицій, що фінансуються грошовими коштами. В угодах з обміном акцій повинна бути врахована їх відносна вартість стосовно обох компаній, щоб можна було зафіксувати в рамковій угоді їх кількість від кожної з компаній залежно від коливань ринкових цін їх акцій.

Коефіцієнт конвертації — ця кількість акцій компанії-покупця, яка пропонується за кожну акцію компанії-мети. Число пропонованих акцій залежить від цінності компанії-мети з погляду покупця. І покупець, і продавець проводять оцінку компанії-мети і на цій основі покупець визначає максимальну ціну, яку він готовий заплатити, а компанія-мета визначає ту мінімальну ціну, яку вона готова прийняти. В рамках цього діапазону фактична ціна угоди, звичайно, залежатиме також від інших інвестиційних можливостей кожної сторони та їх відносного вміння вести переговори. Грунтуючись на оцінці компанії-мети, покупець визначає ціну за акцію, яку пропонує сплатити. Коефіцієнт конвертації визначається шляхом ділення ціни пропозиції за акцію на ринкову ціну акції покупця.

Більшість великих і ворожих поглинань були сплачені грошовими коштами. Покупець, як правило, визначав вартість компанії-мети й пропонував деяку обумовлену суму грошей. І хоча гроші акумулювалися різними способами, в цілому значна їх частина бралась у борг.

Зростаючий тиск поглинань, який зазнавали менеджери, створював їм величезний стимул для збільшення вартості своїх компаній, щоб зменшити їх уразливість для поглинання, бо вразливими були саме компанії з падаючим курсом акцій, але ліквідними активами. Менеджери зрозуміли, що використання управління стратегії, яка забезпечувала швидке зростання акцій, перетворювало компанію на більш дорожчу мету поглинання, адже тоді рейдерам важко було переконати акціонерів, що їх керівництво погано справляється із своїми обов'язками і що є способи управління компанією, які більш ефективно підвищать її вартість.

Таким чином, зростання цін акцій взагалі знижує ефективність декількох тактик поглинання. Воно ускладнює тендерну пропозицію, підвищуючи вартість контролю, і знижує ефективність битви за довіреність, оскільки важче зібрати необхідне число голосів акціонерів, коли керівництво компанії підвищило вартість їх інвестицій. Ціна акцій стала атестатом результатів діяльності менеджменту. Менеджери повинні регулярно стежити за оцінкою своїх дій з боку ринку. Це значно відрізняється від корпоративного управління в колишні роки, коли керівники пам'ятали про ціни акцій, але не використовували їх як головний критерій при ухваленні більшості основних рішень. Тому через цю, а також через ряд інших причин оцінка акцій вийшла на перший план у корпоративному управлінні. При цьому менеджери й директори можуть займати тверду позицію, стверджуючи, що їх довгостроковий план розвитку корпорації відповідає якнайкращим інтересам акціонерів, і можуть не приймати ворожу пропозицію іншої ком-

панії. Це прокладає шлях для більшої кількості дружніх злиттів й поглинань з фінансуванням акціями.

Обміни акцій на акції часто використовувались, але були менш поширені. Коли стали превалювати ворожі злиття, виникла стурбованість менеджменту щодо ризику компанії стати метою ворожої пропозиції. Як наслідок, багато керівників почали неохоче робити пропозиції на покупку інших компаній, побоюючись, аби їх власна компанія не стала об'єктом поглинання. Вважалося, що пропозиція про поглинання іншої компанії може обернутися загрозою для обох фірм стати об'єктом поглинання з боку покупця, що запропонує більш високу ціну. Одне лише оголошення про пропозицію може привести до появи інших ворожих покущів, що вимагатимуть аукціону, в ході якого вони спробують запропонувати більш високу ставку. А злиття з обміном акціями іноді вимагає значного часу для реалізації і в цей період учасники злиття стають дуже вразливими для поглинання.

ВИСНОВКИ

Подальші порівняння засобів фінансування злиттів і поглинань дозволяють сформулювати наступні висновки.

— Податкові стимули при угодах, що фінансуються грошовими коштами, порівняно з фінансуванням угод акціями передбачають, що обміни акціями можуть розглядатися як безподаткова реорганізація. Тобто це означає, що акції, які одержують акціонери компанії-мети, не оподатковуються доти, поки ці акції не будуть продані. Акціонери компанії-мети, таким чином, можуть відкласти сплату податків з компенсації, яку вони одержали за свої акції цільової компанії, поки не будуть продані нові акції компанії-покупця. Отже, одним з податкових недоліків реорганізації є те, що компанія-покупець не може використати інші податкові пільги, які були б можливі, якби операція не була реорганізацією, а, наприклад, фінансувалася б грошовими коштами.

— Чинники ризику при оплаті акціями порівняно з оплатою грошовими коштами: в угодах за гроші акціонери компанії-мети негайно реалізують свої вигоди, тоді як акціонери купуючої компанії приймають ризик — вони сподіваються, що синергійні ефекти перекриють сплачені премії та інші витрати, пов'язані з поглинанням. В угодах, що фінансуються акціями, ризик успіху розділяють акціонери обох компаній.

— Короткострокові наслідки методу оплати для цільової компанії показують, що вплив на її вартість буде більшим для грошових пропозицій, ніж для пропозицій акціями. Дослідники відносять більш високі премії грошових пропозицій на податкові наслідки, бо акціонери вимагають більш високі премії тому, що їм доведеться нести додаткові витрати, пов'язані з поглинаннями, які фінансуються грошовими коштами [2].

— Довгострокові наслідки методу оплати для купуючої компанії свідчать про нульову прибутковість для грошових пропозицій [4], але цей факт заперечують дослідники в [5], які виявили позитивну аномальну довгострокову прибутковість для поглинань за гроші, але негативну аномальну прибутковість для угод з акціями. Зокрема, вони прийшли до висновку, що протягом п'ятирічного періоду після поглинань угоди, сплачені акціями, показали середню негативну надмірну прибутковість у розмірі 25%, тоді як тендерні пропозиції, профінансовані грошовими коштами, показали аномальну середню прибутковість в 61,7%. Це досить істотна відмінність.

— Наслідки методу оплати на власність менеджерів і збереження робочих місць управлінців зводиться до того, що менеджери поглинаючих компаній, якщо вони цінують контроль, можливо, прагнуть уникати угод за акції, оскільки такі угоди можуть розмивати їх рівень контролю, тоді як керівники цільових компаній мають більший шанс зберегти свої посади у випадку отримання акцій, а не грошових коштів.

Література:

1. Rielly F. Investment Analysis and Portfolio Management. — 2nd ed. — N.Y.: Dryden Press, 1985. — 586 p.
2. Sullivan M.J., Johnson M.R.H., Hudson C.D. The Role of Medium of Exchange in Merger Offers: Examination of Terminated Merger Proposals // Financial Management. — Autumn 1994. — 23, No.3 — P. 135—151.
3. Statistical Report on Mergers and Acquisitions. — Washington, D.C.: Federal Trade Commission, 1977.
4. Chang S. Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns // Journal of Finance. — April 1998. — 53, No.2. — P. 773—784.
5. Loughran T., Vijh A.M. Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? // Journal of Finance. — December 1997. — 52, No.5. — P. 1765—1790.

Стаття надійшла до редакції 24.05.2011 р.