



В статье исследованы процессы формирования отечественного рынка слияний и поглощений, выявлены тенденции и этапы его развития, даны характеристики этапов. Приведены статистические данные об отраслевой структуре рынка, основных участниках, его масштабах и темпах развития, эффективности сделок на рынке слияний и поглощений, а также факторы, влияющие на показатели эффективности. Концепция инвестиционной стоимости компаний рассматривается авторами как основной фактор повышения эффективности сделок.

---

## Слияния и поглощения в России

**Л. И. ЗУХУРОВА,**  
финансовый аналитик ФК «Кредитное партнерство»,  
**И. Я. НОВИКОВА,**  
кандидат экономических наук,  
Новосибирский государственный университет  
экономики и управления,  
Новосибирск

Понятия «слияние» и «поглощение» – широко употребляемые, но все же определим, что в данной статье понимается под слиянием, а что – под поглощением компаний.

Слияния – это сделки по объединению нескольких юридических лиц; их результат – появление нового юридического лица при сохранении состава собственников (соответственно, нет враждебного вмешательства со стороны внешней среды).

Поглощения – сделки, в которых происходит присоединение к действующему юридическому лицу одного или нескольких юридических лиц с аннулированием последних; состав действующих собственников может изменяться (следовательно, враждебное вмешательство со стороны внешней среды вероятно).

Для российского рынка слияний и поглощений характерны следующие отличительные особенности, позволяющие говорить о его уникальности:

© ЭКО 2007 г.

- ✓ важная роль государства и административного ресурса в осуществлении сделок;
- ✓ большая часть сделок приходится на сделки, проводимые государством по национализации приватизированных ранее компаний;
- ✓ преобладание враждебных поглощений, часто сопровождающихся фактически захватом предприятий, в том числе через процедуру банкротства и судебные иски;
- ✓ денежный расчет по сделкам;
- ✓ основные «игроки» рынка – крупнейшие компании добывающих отраслей;
- ✓ сопровождение крупных сделок на рынке долговым финансированием, при преобладающем финансировании сделок мелких компаний за счет их собственных средств (такое положение серьезно затрудняет концентрацию капитала в отраслях с большим количеством мелких компаний и делает последние неконкурентоспособными по сравнению с крупными компаниями).

### Завершенные этапы

При исследованиях рынка слияний и поглощений как в отечественной, так и в зарубежной практике, принято выделять волны, или этапы. В развитии российского рынка слияний и поглощений можно выделить четыре этапа в соответствии с целями, которые преследуют компании при такого рода сделках (табл. 1).

Если попытаться сравнить *первый этап* развития российского рынка слияний и поглощений (1989–1995 гг.) с этапом становления частной собственности в других странах, обнаружится удивительная вещь – аналогов найти невозможно. И вот почему. Первые сделки подобного рода в большинстве стран происходили на фоне послекризисного перераспределения собственности от неэффективных собственников к наиболее преуспевающим в своей отрасли конкурентам. Причем, во всем мире масштабы сделок на этапах первоначального становления рынка были незначительны. В России же на первом этапе в частные руки попадают компании государственного значения за минимальные деньги. Впоследствии эти сделки принесли владельцам компаний 680% прибыли («Ачинский глинозем»), 253% (завод «Красный Октябрь»).

**Этапы развития российского рынка  
слияний и поглощений**

<b>Этап</b>	<b>Отрасли</b>	<b>Виды слияний и поглощений</b>	<b>Основные характеристики</b>
1. 1989–1995 гг. Приватизация собственности	Все отрасли экономики	Приватизация государственных предприятий	Приватизация государственных предприятий, получение контроля над компаниями-банкротами
2. 1995–1998 гг. Консолидация собственности	Добывающие отрасли, машиностроение, металлургия	Получение контроля над государственными предприятиями	Получение контроля над государственными предприятиями путем реализации залоговых обязательств по кредитам государству
3. 1998–2003 гг. Повышение эффективности собственности и управление ее стоимостью	Добывающие отрасли, машиностроение, металлургия, торговля	Горизонтальные	Перераспределение собственности в посткризисный период. Основные цели – повышение эффективности компаний. Главенствующая роль административного ресурса, активность компаний с высоким уровнем концентрации капитала
4. 2004 г. – по настоящее время. Крупномасштабные сделки	Добывающие отрасли, машиностроение, металлургия, торговля, услуги, финансовый сектор	Горизонтальные и вертикальные слияния и поглощения с участием иностранных инвесторов и государства	Национализация государственных предприятий, построение международных ФПГ. Более агрессивная политика предприятий. Основные цели – диверсификация производства, выход на новые рынки.

*Второй этап* – этап залоговых аукционов. Он характеризуется целенаправленной процедурой получения кругом компаний контроля над государственными предприятиями.

Через проведение залоговых аукционов было организовано предоставление государству денежных средств со стороны частных структур (группой банков). В качестве залогового обеспечения использовались акции крупнейших государственных компаний. В результате дефолта 1998 г. контроль над предприятиями перешел в частные руки.

Только после крупномасштабного кризиса государства 1998 г. начался *третий этап* развития рынка слияний и поглощений. На этот раз преследовалась цель – повысить эффективность производства и способствовать выживанию сильнейших компаний, что, собственно, и является изначальной целью и задачей всех слияний и поглощений в мире.

На протяжении третьего этапа наибольшими конкурентными преимуществами располагали компании, имевшие административный ресурс и высокий уровень концентрации капитала. Этот этап послекризисного перераспределения собственности характеризовался высокой долей враждебных поглощений компаний.

Основные цели, которые преследовали участники сделок, – это сокращение издержек, получение доступа к новым рынкам за счет увеличения масштабов деятельности, интеграция технологических цепочек в рамках единых корпораций, выход на новые рынки.

## **Новый этап развития рынка слияний и поглощений**

Этап крупномасштабных сделок начался в России с 2004 г.

Если на завершившихся этапах становления рынка основной целью сделок была передача собственности в частные руки, то теперь российский рынок в целом уже соответствует изначальным целям сделок по слияниям и поглощениям – переходу бизнеса от менее эффективных собственников к наиболее эффективным. Сегодня целями компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений, являются повышение эффективности, выход на новые рынки, диверсификация, инвестирование средств.

Как правило, в статистических данных о сделках слияний и поглощений сегодня фигурируют федеральные либо региональные компании с высоким уровнем капитализации. Объемы сделок таких компаний обычно превышают 5 млн дол., остальные сделки в выборки не попадают. В первом полугодии 2006 г. средняя цена сделки на рынке слияний и поглощений возросла с 80 до 89 млн дол. Некоторые данные по сделкам слияний и поглощений с участием крупных российских компаний представлены в табл. 2.

Таблица 2

**Динамика сделок слияний и поглощений  
с участием российских компаний в 2003–2006 гг.**

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Число сделок	180,00	238,00	273,00	344,00
Темп роста, %	–	32	15	26
Сумма сделок, млн дол.	19349,80	22862,60	32482,16	42277,30
Темп роста, %	–	18	42	30
Средняя сделка, млн дол.	107,50	96,06	118,98	122,57

**Источник:** журнал «Слияния и поглощения». 2006. № 6(40).

<http://www.ma-journal.ru/review/10/2006>; <http://www.ma-journal.ru/articles/711>;

<http://www.ma-journal.ru/statma>

В основном совершаются редкие, но крупные сделки, в целом динамику рынка можно назвать положительной.

В 2005 г. стоимость сделок по слияниям и поглощениям в России оценивалась величиной, равной 4,4% от ВВП. В 2001 г. она составляла 0,9%; в 2003 г. – 2%; в 2004 г. – 3,9%. В Европе в 2005 г. этот показатель составлял 6,6%, в США – 7,1%. Для развивающегося российского рынка показатель сделок 4,4% от ВВП явно недостаточен. В развивающихся странах Восточной Европы показатель объема сделок по слияниям и поглощениям оценивается в 8% ВВП<sup>1</sup>.

Возможно, российский рынок намного больше – ведь в статистической информации агентств, формирующих данные по таким сделкам, большинство мелких и «непубличных» сделок не попадает. Но и с учетом данного обстоятельства развитие рынка можно назвать сдержанным.

<sup>1</sup> [http://www.ruseconomy.ru/nomer16\\_200408/ec06.html](http://www.ruseconomy.ru/nomer16_200408/ec06.html)

На фоне недостаточного уровня сделок с участием частного капитала просматривается тенденция роста доли сделок по выкупу предприятий государством – национализации компаний (табл. 3).

Таблица 3

**Распределение сделок по слияниям и поглощениям  
в 2004–2005 гг., %**

Вид сделки	2004	2005
Сделки по национализации	49,2	40,3
Частные сделки по передаче прав собственности	50,8	59,7

**Источник:** журнал «Слияния и поглощения». 2006. № 3(37). <http://www.majournal.ru/articles/654/>

В предположении, что целью сделок по слияниям и поглощениям служит переход компаний к эффективным собственникам, мы получаем интересное следствие: собственность снова концентрируется в руках государства. И если ранее компании продавались по нерыночным ценам, то сегодня они выкупаются по реальной стоимости.

Производственные предприятия интересующих государство компаний («Норильский никель», УГМК, «Сургутнефтегаз», «Востоксибнефтегаз», «Томскнефть», «Самаранефтегаз», Ачинский НПЗ, Ангарская нефтехимическая компания, Сызранский НПЗ, Куйбышевский НПЗ, Новокуйбышевский НПЗ, ТНК-ВР, «Уралкалий», «Сильвинит», «ВСМПО-Ависма») в большинстве случаев относятся к добывающим отраслям. На цели национализации в 2007 г. запланировано около 100 млрд дол.

Во всем мире контроль над стратегически важными отраслями находится в руках государства. В России же процесс приватизации на фоне национализации говорит о перекосе в общей структуре сделок.

Основной проблемой сегодняшнего рынка слияний и поглощений можно назвать отсутствие компаний, интересных рынку. Государственные структуры нередко жалуются, что в планы приватизации все чаще включаются неликвидные компании, а большинство ликвидных остается за пределами плана приватизации. Однако задача государства – оздо-

рование экономики через повышение привлекательности неликвидных сегодня компаний за счет инвестиций государства, а также улучшение корпоративного управления компаний, создание законодательной базы в отраслях для привлечения частных инвестиций. Рассчитывать на то, что решать эти задачи за государство будет частный бизнес, по крайней мере, нелогично.

### О движении иностранного и отечественного капиталов

Несмотря на рост объема сделок с участием иностранного капитала в 2004–2005 гг. с 1774,3 до 4425,3 млн дол. и активное участие иностранных компаний на рынке слияний и поглощений, усиление роли государства в корпоративных процессах служит фактором, сдерживающим рост прямых иностранных инвестиций<sup>2</sup>. По мнению руководства иностранных компаний, первым в списке рисков инвестирования в Россию стоит «произвол бюрократии и коррумпированность»<sup>3</sup>. Поэтому большинство компаний предпочитает инвестировать в создание компании «с нуля», а не приобретать закрытый российский бизнес.

Иностранные компании опасаются инвестировать денежные средства в российскую экономику не только из-за информационной закрытости компаний и низкого уровня корпоративного управления, но и по причине высокой вероятности вмешательства государства в корпоративные процессы.

Наиболее интересны иностранным инвесторам такие отрасли, как машиностроение, металлургия, нефтегазовая, электроэнергетика, связь, финансы, химическая промышленность и промышленность строительных материалов. Но на участие иностранного капитала в компаниях этих отраслей установлены лимиты, что сдерживает приток иностранного капитала.

В большинстве случаев интерес к перечисленным отраслям объясняется стратегией иностранных компаний: при покупке действующих российских компаний преследуется цель высокой отдачи на капитал, а также перспектива опе-

<sup>2</sup> Журнал «Слияния и поглощения». 2006. № 3(37).

<sup>3</sup> [www.gateway2russia.ru](http://www.gateway2russia.ru)

ративного вхождения на новый рынок, встраивание отечественных предприятий в цепочки международных ФПГ.

Данные о сделках с участием иностранного капитала на рынке слияний и поглощений приведены в табл. 4.

Таблица 4

**Сделки по слияниям и поглощениям с иностранным участием по отраслям экономики в 2004–2005 гг., %**

Отрасль	2004		2005	
	число сделок	доля, %	число сделок	доля, %
Машиностроение	6,45	10,43	7,41	2,37
Металлургия	9,68	9,99	18,52	23,17
Нефтегазовая	12,90	24,12	11,11	50,64
Электроэнергетика	0,00	0,00	7,41	3,91
Добыча полезных ископаемых	3,23	2,88	0,00	0,00
Пищевая	12,90	1,97	0,00	0,00
Реклама	0,00	0,00	0,00	0,00
Связь	19,35	37,82	7,41	5,45
Информационные технологии	3,23	5,64	0,00	0,00
Сельское хозяйство	0,00	0,00	0,00	0,00
СМИ	0,00	0,00	0,00	0,00
Торговля	0,00	0,00	7,41	0,34
Финансы	12,90	3,61	11,11	2,56
Страхование	9,68	1,24	0,00	0,00
Химическая	3,23	0,34	11,11	5,81
Лесоперерабатывающий комплекс	0,00	0,00	7,41	2,15
Транспорт	6,45	1,13	0,00	0,00
Промышленность строительных материалов	3,23	0,85	7,41	2,94
Прочие	0,00	0,00	0,00	0,00
Услуги	0,00	0,00	3,70	0,66
Итого	100,00	100,00	100,00	100,00

**Источник:** журнал «Слияния и поглощения». 2006. № 3(37). <http://www.majournal.ru/articles/654/>

На фоне недостатка инвестиций для отечественных предприятий наблюдается рост сделок отечественных компаний на международных рынках (в странах СНГ, западных рынках). Долевое соотношение сделок с иностранным участием и сделок с участием отечественных инвесторов оценива-

ется в 45% к 55% соответственно. Так, в 2004 г. отечественными компаниями для осуществления подобных сделок вывезено 1255,5 млн дол., в 2005 г. – 3211,1 млн дол.

При недостаточно благоприятных условиях приватизации государственных компаний частный капитал российских инвесторов уходит из страны. Большинство отраслей с высокой нормой дохода на капитал уже прошли этапы первоначального объединения компаний (масштабы и порог вхождения в такие сделки становится барьером для их осуществления). Постепенно процессы слияний и поглощений распространяются на другие компании, чьей сферой деятельности являются быстрорастущие торговля, медицина, фармацевтика.

### О структуре рынка сделок

Российский рынок слияний и поглощений по-прежнему характеризуется высокой концентрацией сделок в ведущих отраслях экономики – добыча полезных ископаемых, машиностроение, металлургия, нефтегазовая, торговля, именно на эти отрасли приходится свыше 60% сделок (табл. 5).

Высокая доля нефтегазовой отрасли и металлургии в общей структуре сделок вызвана их крупными объемами (первые 20 сделок в этих отраслях по суммарной стоимости составляют около 70% всего объема). В октябре 2006 г. произошла сделка по продаже контрольного пакета акций металлургической компании СУАЛ и Glencore. Оценочно сумма сделки составляет около 10200 млн дол., притом, что для остальных отраслей достаточно крупной считается сделка в 5 млн дол.<sup>4</sup> В феврале 2007 г. ФАС одобрила сделку по созданию объединенной компании РУСАЛ, СУАЛ и Glencore.

Такие диспропорции можно объяснить следующим образом. Российский рынок слияний и поглощений в зависимости от вида отрасли проходит различные этапы становления. Если для важнейших отраслей экономики (таких, как нефтегазовая отрасль и металлургия) наступил условно-называемый этап развития, когда сделки выходят на меж-

<sup>4</sup> <http://www.ma-journal.ru/review/10/2006/>

**Распределение сделок слияний и поглощений  
по отраслям экономики в 2001–2006 гг., %**

<b>Отрасль</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Добыча полезных ископаемых	5,60	8,20	2,18	4,08	7,82	3,96
Машиностроение	13,90	10,20	3,06	2,35	3,76	1,21
Металлургия	16,70	16,30	17,85	4,60	4,79	37,53
Нефтегазовая	2,80	12,20	58,39	61,59	53,71	19,82
Пищевая	2,80	8,20	2,22	3,59	4,47	2,97
Прочие производства	0,00	0,00	0,60	0,86	3,16	2,69
Связь	13,90	16,30	5,46	7,71	2,26	4,75
Строительная	0,00	0,00	0,32	0,63	4,73	1,34
Торговля	0,00	0,00	0,68	1,56	1,94	6,38
Транспорт	11,10	4,10	1,82	2,85	0,69	2,19
Финансы	0,00	0,00	2,88	4,47	4,21	5,99
Химическая	11,10	8,20	0,54	1,79	3,41	0,67
Лесопромышленный комплекс	2,80	6,10	0,27	0,84	0,51	1,71
Электроэнергетика	19,40	10,20	1,03	0,31	0,53	1,12
Информационные технологии	0,00	0,00	0,10	0,49	0,27	0,87
СМИ	0,00	0,00	0,51	0,67	0,99	3,72
Услуги	0,00	0,00	0,54	0,62	1,79	3,74
Целлюлозно-бумажная промышленность	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,06
<b>Итого</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

**Источник:** журнал «Слияния и поглощения». 2006. № 6(40)

<http://www.ma-journal.ru/review/10/2006/>; <http://www.ma-journal.ru/articles/711/>;  
<http://www.ma-journal.ru/statma/>

дународный уровень и компании характеризуются высокой капитализацией, то остальные отрасли переживают период становления. Даже самые крупные сделки в этих отраслях не выглядят убедительно в сравнении с миллиардными сделками нефтегазового сектора.

Отечественный рынок слияний и поглощений неоднороден, внутри него есть рынки с высоким уровнем развития и развивающиеся.

Если в более развитом сегменте, где средняя величина сделок достигает более 100 млн дол., они практически всегда проходят с участием инвестиционного банка, что говорит о зрелости рынка, то сделки в остальных сегментах компании проводят самостоятельно.

Для первого сегмента характерен еще один признак развитости рынка – рост сделок LBO-MBO (сделки проходят с долей финансирования заемным капиталом, доходящей до 80–90% покупки). Тем не менее и передовой сегмент рынка нельзя назвать сформированным ввиду отсутствия компаний, полноценно действующих на фондовом рынке.

Для отечественного рынка слияний и поглощений также характерна концентрация сделок в Москве и Санкт-Петербурге. Активность сделок в Москве сопоставима с суммарной активностью всех регионов страны. В рейтинге активности по слияниям рейтинг Москвы за январь–октябрь 2006 г. составляет 1008 баллов, Санкт-Петербурга – 380 баллов, средний рейтинг по остальным (наиболее активным) регионам – около 100 баллов. Высокий рейтинг «активных» регионов обусловлен тем, что там расположено большинство головных компаний, осуществляющих сделки в Москве и Санкт-Петербурге, а также высокой концентрацией капитала<sup>5</sup>.

### Характеристика рынка

В практике развитых рынков слияний и поглощений, в частности европейских, наблюдается приоритетность оплаты сделки акциями. Неденежная форма – это максимальная эффективность сделки в результате экономии на налогах. В России большинство сделок проходит в денежной форме – выкуп активов действующего предприятия российскими компаниям удобнее, чем реорганизация сливающихся компаний. Причина в том, что предприятиям при слиянии трудно договориться, кто будет ведущим, а кто ведомым (продажа бизнеса собственником воспринимается как проигрыш конкуренту), поэтому поглощения более популярны.

В одной из статей о слияниях и поглощениях сказано, что «наибольшие шансы на успех при любой экономической

<sup>5</sup> Журнал «Слияния и поглощения». 2006. № 3 (37).

кой конъюнктуре имеют достаточно крупные и вместе с тем гибкие предприятия и фирмы, контролирующие значительный сектор рынка»<sup>6</sup>. В российской практике к этому следовало бы добавить: «и имеющие в своем распоряжении административный ресурс». Его использование характерно практически для всех сегментов российского рынка, что позволяет с минимальными затратами (в том числе через процедуру банкротства) получить контроль над предприятием.

В связи с этим в России наблюдается так много корпоративных конфликтов. В 2005 г. большинство из них было урегулировано с использованием уголовно-правового ресурса. Лидерами, как и в целом по рынку, являются топливно-энергетический комплекс (5 конфликтов на 1,2 млрд дол.), строительство (6 – на 624 млн дол.), химическая отрасль (6 – на 486 млн дол.)<sup>7</sup>. Сегодня корпоративными конфликтами охвачены все значимые отрасли экономики.

Доля дружественных сделок (отличительный признак развитого рынка) на российском рынке, наоборот, крайне низка. 2002 г. остался абсолютным рекордсменом по их числу. Как показывает статистика, соотношение недружественных и дружественных поглощений в 2001 г. было 65–70% к 25–30%, в 2002 г. – 85–90% к 15–20%. Только около 40,9% сделок заканчиваются успешно, и, как правило, это – дружественные поглощения. Соотношение реальных недружественных и дружественных поглощений в 2002г. было 55% к 45%<sup>8</sup>.

## Об инвестиционной стоимости

Одной из важных характеристик рынка служит оценка эффективности сделок в соответствии с установленными критериями. Хотелось бы отметить, что высокий уровень развития рынка способствует повышению качества сделок.

При проведении сделок по слияниям и поглощениям компаний большинство инвесторов руководствуются следующими целями (табл. 6).

<sup>6</sup> Бурин Д. Глобализация по-русски // Коммерсант. 2000. № 201. С. 8.

<sup>7</sup> Бельская О. Анализ корпоративных слияний и поглощений // Внешнеэкономический бюллетень. 2001. № 2. С. 49.

<sup>8</sup> Бурин Д. Компании набирают вес // Коммерсант. 2002. № 220. С. 9.

**Цели осуществления сделок по слияниям  
и поглощениям компаний**

Цели сделки по слиянию, поглощению	Доля, %
Расширение рынка сбыта	42
Защита доли рынка	20
Ожидания, увеличения стоимости объединенной компании	20
Расширение спектра выпускаемой продукции	7
Создание производственной цепочки и концентрация добавочной стоимости по готовому продукту в одних руках	6
Сокращение расходов на управление путем создания единого корпоративного центра и делегирования дочерним компаниям только функции производственных площадок	5

**Источник:** <http://www.kpmg.ru>

Несмотря на различия поставленных целей, при планировании сделок по слияниям и поглощениям ключевым критерием успешности сделки является увеличение ее стоимости.

Любая из вышеперечисленных целей сделки отражается на будущей стоимости объекта, и в стоимость его приобретения закладывается прогнозируемая доходность использования компании.

При этом чем выше ожидания инвесторов относительно будущей доходности сделки, тем больше премия, уплаченная действующим акционерам за владение бизнесом (сегодня до 43% синергетического эффекта включаются инвесторами в стоимость покупки компании)<sup>9</sup>.

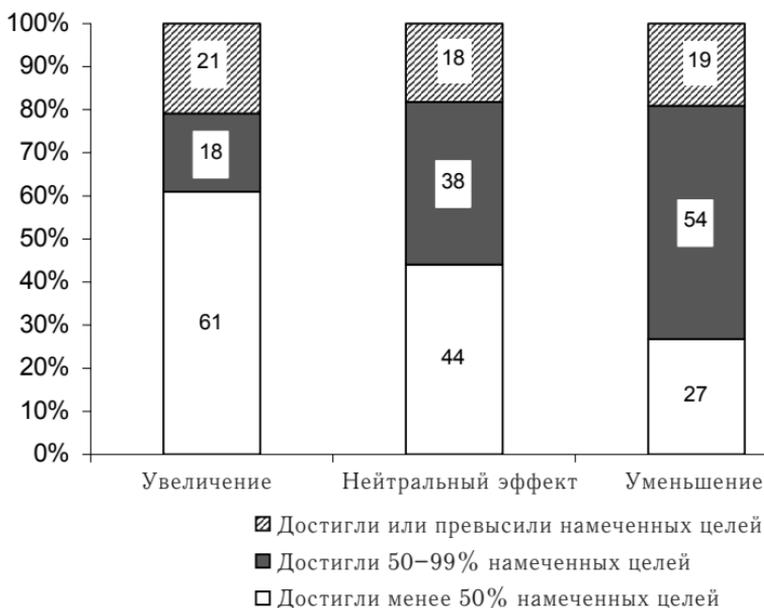
При реализации большинства сделок слияний и поглощений инвесторами не уделяется должного внимания определению инвестиционной стоимости компании. Уровень анализа синергетического эффекта, проведенного до совершения сделки, в большинстве случаев оценивается следующим образом: детальный анализ – 31%; более подробный анализ – 41%; анализ не был проведен – 6%; поверхностный анализ – 20%.

В результате: 28% сделок в сфере слияний и поглощений уменьшили стоимость компании, 31% – увеличили,

<sup>9</sup> <http://www.kpmg.ru>

43% – не принесли никакого результата<sup>10</sup>. Получается, что 71% сделок либо не принесли своим акционерам желаемого результата, либо принесли убытки.

При прогнозировании целей сделки и ожидаемых результатов инвестор не всегда способен верно оценить изменение показателей деятельности компании в зависимости от достигнутых результатов. **Статистика говорит о том, что нередко сделки, когда компании, достигшие намеченных целей, получили изменения стоимости, прямо противоположные ожидаемым** (рис. 1).

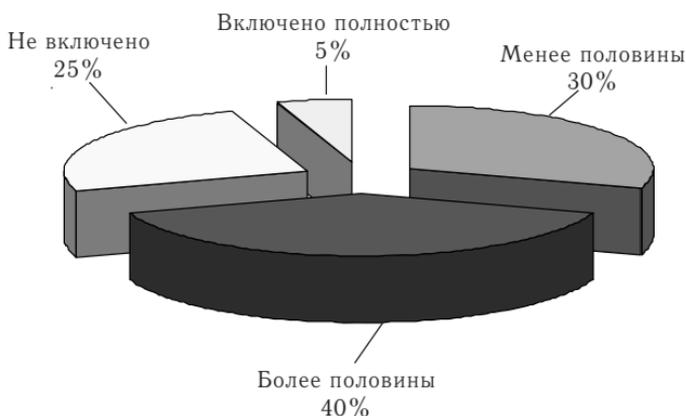


Источник: <http://www.kpmg.ru>

Рис. 1. Соотношение увеличения стоимости компании и достижения ими запланированного синергетического эффекта и намеченных показателей повышения эффективности

Неточная оценка инвестиционной стоимости компании способна привести к убыточности сделки за счет ее завышенной цены. Так, распределение «включения» в стоимость ожидаемого инвестором эффекта от синергии в сделках по слияниям и поглощениям выглядит следующим образом (рис. 2).

<sup>10</sup> Бурин Д. Компании набирают вес // Коммерсант. 2002. № 220. С. 9.



Источник: <http://www.kpmg.ru>

Рис. 2. Уровень показателей эффективности, включенный в стоимость приобретения

Таким образом, 5% от числа всех компаний, приобретающих бизнес, полностью включили будущий эффект в стоимость компании. Следовательно, сделка не может принести этим инвесторам никакой дополнительной стоимости, так как гипотетический эффект, который только предстоит получить в будущем, был полностью передан действующим владельцам компании при осуществлении сделки.

Верная оценка инвестиционной стоимости помогает избежать избыточной премии за владение бизнесом, а значит, определяет конечную доходность инвестиций. В случае превышения премии над инвестиционной стоимостью, создаваемой бизнесом, прибыль будет выражаться отрицательным числом.

Основной недостаток инвестиционной стоимости – ее зависимость от прогнозируемых характеристик, которые носят вероятностный характер. Поэтому большинство оценщиков не берут на себя ответственность по прогнозированию этих параметров, чаще ориентируясь на рыночную стоимость и затратный (ретроспективный) подход.

Поскольку сделки по слияниям и поглощениям, как правило, носят длительный характер и сопряжены с высоким уровнем риска в условиях неопределенности рыночной сре-

ды, ожидаемый от них эффект может корректироваться множеством рыночных факторов, не принятых инвестором в расчет при оценке компании. Все это говорит о необходимости использования факторных моделей при оценке стоимости бизнеса.

Приобретение компании – это инвестиция, имеющая потенциальные риск и доходность. А любой инвестиционный проект должен сопровождаться сценарным подходом к определению ожидаемых результатов, в данном случае – увеличения стоимости бизнеса.

Таким образом, для эффективности сделки необходима предварительная детальная оценка ее целесообразности.

---

## Наша справка

---

### Динамика основных показателей социально-экономического развития России в январе-марте 2006 и 2007 гг., % к соответствующему периоду предыдущего года

Показатель	2006	2007
<i>% к соответствующему периоду предыдущего года</i>		
ВВП	105,0	107,9 <sup>1</sup>
Объем промышленного производства	103,0	108,4
Объем инвестиций в основной капитал	105,7	120,1 <sup>2</sup>
Реальные располагаемые денежные доходы населения	106,8	113,0
Реальная начисленная заработная плата	110,3	118,4 <sup>3</sup>
<i>% за период</i>		
Потребительские цены	105,0	103,4
Цены производителей промышленных товаров	106,0	101,8
Денежная масса М2	102,0	102,7 <sup>1</sup>

**Примечание:** 1 – оценка Министерства экономического развития и торговли РФ; 2 – оценка Росстата; 3 – предварительные данные Росстата.

**Основные показатели социально-экономического развития  
России в январе-марте 2006 и 2007 гг.**

Показатель	2006	2007
Номинальная начисленная среднемесячная заработная плата, руб.	9397	11924
Экспорт товаров <sup>1</sup> , млрд дол.	67,4	71,0 <sup>2</sup>
Импорт товаров <sup>1</sup> , млрд дол.	31,0	42,4 <sup>2</sup>
Прирост золотовалютных резервов, млрд дол.	23,6	10,6

**Примечание:** 1 – по методологии платежного баланса; 2 – оценка Министерства экономического развития и торговли РФ.

**Динамика основных показателей социально-экономического  
развития России в январе-марте 2007 г. по федеральным  
округам, % к соответствующему периоду предыдущего года**

Показатель	Федеральный округ						
	Цент- раль- ный	Северо- Запад- ный	Юж- ный	При- волж- ский	Ураль- ский	Си- бир- ский	Даль- невос- точ- ный
Объем промышленного производства – всего	111,0	108,9	119,9	108,2	105,5	103,0	127,1
Добыча полезных ископаемых	106,2	104,9	107,1	103,1	102,0	104,4	156,9
Обрабатывающие производства	114,0	110,4	126,3	112,8	114,7	106,3	119,6
Производство и распределение электроэнергии, газа, воды	90,5	104,5	97,6	97,6	100,4	91,6	96,3
Оборот розничной торговли	111,8	115,7	116,2	115,9	118,1	110,7	106,0
Численность безработных (февраль к февралю)	96,0	94,0	83,6	90,5	88,1	н. д.	96,9