

И.Е. Алексеева

I.E. Alekseeva

Пермский национальный исследовательский политехнический университет
Perm National Research Polytechnic University

ОБОСНОВАНИЕ БАЗЫ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРИ СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

JUSTIFICATION OF THE VALUE BASE FOR APPRISING OF SHARES IN THE CASE OF MERGERS AND ACQUISITIONS

Обсуждается выбор базы стоимости при оценке акций компаний в случае сделок слияния и поглощения. Проведен обзор российских и зарубежных нормативно-правовых документов и профессиональных стандартов. Альтернативными базами могут выступать рыночная и инвестиционная стоимость. На теоретическом уровне обоснован выбор в пользу инвестиционной стоимости, определяемой для конкретного лица или группы лиц с известными инвестиционными целями.

Ключевые слова: сделки слияния и поглощения, оценка акций, рыночная стоимость, инвестиционная стоимость, международные стандарты оценки.

The paper discusses the choice of the base cost of the evaluation of the company in case of mergers and acquisitions. The review of the Russian and international legal documents and professional standards. Alternative bases may make a market and investment value. On a theoretical level chosen are in favor of the investment value determined for a specific person or group of persons with known investment objectives.

Keywords: mergers and acquisitions, valuation of shares, market value, investment value, international valuation standards.

Для обозначения экономических процессов укрупнения бизнеса и капитала, происходящих на макро- и микроэкономическом уровнях, применяется термин М&А (от англ. mergers and acquisitions) – слияния и поглощения. Практике проведения сделок слияния и поглощения присущ ряд проблем, наиболее острые из которых отмечены в работе [1].

В международной оценочной бизнес-практике при сделках слияния и поглощения используется вид стоимости, пришедший из Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) [2] – справедливая стоимость. Международные стандарты оценки (МСО) [3] подчинены МСФО, в связи с чем, следуя дедукции, именно справедливая стоимость должна быть

базой оценки для сделок слияния и поглощения. Однако ни в российских Федеральных стандартах оценки [4], ни в украинских Национальных стандартах оценки [5], ни в Государственных стандартах оценки республики Беларусь [6] нет категории справедливой стоимости. Стоит отметить, что российские Федеральные стандарты оценки (ФСО) разработаны Национальным советом с учетом МСО (ст. 20 Федерального закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ (в редакции Федерального закона от 22.07.2010 г. № 167-ФЗ)).

В Государственных стандартах республики Беларусь [6, 7] есть вид стоимости, применяемый непосредственно для сделок слияния и поглощения – специальная стоимость, конкретный пример которой представляет синергетическая стоимость. В украинских Национальных стандартах оценки также существует специальная стоимость, и определяется как сумма рыночной стоимости и надбавки к ней, которая формируется при наличии нетипичной мотивации или особой заинтересованности потенциального покупателя (пользователя) в объекте оценки. Вышесказанное определяет, что для сделок слияния и поглощения в украинских и белорусских стандартах используется отдельно введенная категория, отличающаяся от рыночной стоимости, которая, однако, может рассчитываться рыночными методами. Таким образом, рыночная стоимость представляет собой компонент специальной стоимости. В российских же стандартах не существует ни справедливой, ни специальной стоимости, а для целей слияния и поглощения М&А теоретически могут применяться рыночная и инвестиционная стоимости.

Авторами в качестве базы оценки для сделок слияния и поглощения обоснована инвестиционная стоимость. Первые попытки обоснования применения инвестиционной стоимости в качестве базы оценки для сделок М&А предприняты авторами в работе [1]. Настоящее доказательство построено на следующих основаниях и умозаключениях.

По факту, сложившаяся в России бизнес-практика при оценке пакета акций эмитента, участвующего в процессе слияния/поглощения, основывается на рыночной стоимости ценных бумаг [4], т.е. наиболее вероятной цене, по которой их можно будет продать на открытом рынке в условиях конкуренции. Стоит отметить, что рыночная стоимость представляет собой расчетную величину и отражает полезность от права собственности на объект оценки с позиции рынка.

В отличие от рыночной стоимости, инвестиционная отражает полезность от права собственности на объект оценки с позиции конкретного инвестора, а не потенциального покупателя. Согласно определению [4], инвестиционная стоимость – это вид стоимости, определяемый для конкретного лица или группы лиц при установленных инвестиционных целях использования объек-

та оценки. Более того, инвестиционная стоимость, как и рыночная, встречается во всех национальных стандартах оценки, и потому носит универсальный характер.

В Международном стандарте оценке № 2 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости» приводится понятие «стоимость действующего предприятия» [3], иначе – стоимость бизнеса целиком. Концепция этой базы стоимости подразумевает оценку непрерывно функционирующего предприятия, исходя из которой возможно распределение или разнесение общей стоимости действующего предприятия по его составным частям в соответствии с их вкладом в общую стоимость, однако сам по себе ни один из этих компонентов не составляет рыночной стоимости.

При сделке слияния или поглощения будущую компанию целесообразно рассматривать как единое предприятие, а именно это является целью сделки M&A, тогда оценку части бизнеса, например, стоимость поглощаемой компании можно определять как составную часть общей стоимости, что согласно определению стоимости действующего предприятия не может определяться как рыночная стоимость. Для определения стоимости создаваемого бизнеса (или его доли) базой оценки может выступить именно инвестиционная стоимость.

Более того, согласно примечанию Международной комиссии стандартизации оценки, совпадение результатов оценки справедливой и рыночной стоимостей носит случайный характер, следовательно, рыночная стоимость не может использоваться в качестве базы оценки для слияний и поглощений. Это обуславливает противоречие между практикой применения рыночной стоимости и возможностью ее применения для сделок слияния и поглощения.

Докажем возможность применения инвестиционной стоимости в качестве базы оценки сделки слияния и поглощения, используя формальную логику: любая сделка слияния и поглощения уникальна; ограничена в ресурсах (финансовых, временных, человеческих и пр.); имеет конкретные цели и заданные критерии их достижения; требует инвестиций (в том числе внешних), что полностью соответствует определению инвестиционного проекта. Данное высказывание является общеутвердительным, и понятие «сделка M&A» полностью подчиняется понятию «инвестиционный проект». В случае сделки слияния и поглощения объектом оценки выступает проект с известными инвестиционными целями конкретного лица или группы лиц, что соответствует определению инвестиционной стоимости.

Используя простые категорические силлогизмы, несложно доказать следующее утверждение: базой оценки сделки слияния и поглощения является инвестиционная стоимость. Посылками являются следующие простые категорические утверждения: 1) любая сделка слияния и поглощения является инвестиционным проектом; 2) базой оценки инвестиционного проекта явля-

ется инвестиционная стоимость. Обе посылки являются общеутвердительными, следовательно, и вывод является общеутвердительным.

Можно сделать общий вывод, что инвестиционная стоимость подходит в качестве базы оценки для оценки акций при сделках слияния и поглощения.

Список литературы

1. Лениченко И. М&А. Нужна ли бизнесу достоверная оценка? [электронный ресурс] // Оценочная деятельность. – Бюл. 1 (4) № 8, 2010. – С. 100–105. – URL: http://smao.ru/files/magazine/2010/1/FULL_new.pdf.

2. Международные стандарты финансовой отчетности [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=134134>.

3. Международные стандарты оценки. Кн. 1 / Г.И. Микерин [и др.]. – М.: ОАО «Типография «НОВОСТИ», 2000. – 264 с.

4. Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», утвержденный Приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 255 (зарегистрировано в Минюсте РФ 07.12.2010 № 19129) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=107771>.

5. Национальный стандарт № 1 «Общие принципы оценки имущества и имущественных прав», утвержденный постановлением Кабинета Министров Украины от 10 сентября 2003 года № 1440 [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.valuer.ru/files/Admin/Ukr-1rus.htm>.

6. Государственный стандарт Республики Беларусь по оценке стоимости гражданских прав «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)» СТБ 52.1.01-2011, утв. постановлением Госстандарта Республики Беларусь от 20 января 2011 г. № 2 [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.tnpa.by/ViewFileText.php?UrlRid=118664&UrlOnd=%D1%D2%C1%2052.1.01-2011>.

7. Государственный стандарт Республики Беларусь по оценке стоимости гражданских прав «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Термины и определения» СТБ 52.0.01-2011, утв. постановлением Госстандарта Республики Беларусь от 20 января 2011 г. № 2 [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.tnpa.by/ViewFileText.php?UrlRid=118664&UrlOnd=%D1%D2%C1%2052.1.01-2011>.

Получено 18.01.2013

Алексеева Ирина Евгеньевна – аспирант, ПНИПУ, СТФ, e-mail: ocenkapnpu@gmail.com.