

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение  
высшего образования  
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

*На правах рукописи*

Зимин Владислав Владимирович

РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТАРИЯ  
СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ  
СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА СДЕЛОК  
СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель

доктор экономических наук, доцент  
Бакулина Анна Александровна

Москва - 2020

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать учёные степени кандидата наук, учёные степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 09 сентября 2020 года в 15:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, Москва, ГСП-3, Ленинградский проспект, д. 49, комн. 200 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: [www.fa.ru](http://www.fa.ru)

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Бакулина А.А., д.э.н., доцент;  
заместитель председателя – Лукасевич И.Я., д.э.н., профессор;  
учёный секретарь – Лосева О.В., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:  
Каменева Е.А., д.э.н., профессор;  
Касьяненко Т.Г., д.э.н., доцент;  
Львова Н.А., д.э.н., доцент;  
Морозко Н.И., д.э.н., профессор;  
Федотова М.А., д.э.н., профессор;  
Федорова Т.А., д.э.н., доцент;  
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;  
Чараева М.В., д.э.н., доцент;  
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат разослан повторно 14 мая 2020 г.

Учёный секретарь  
диссертационного совета Д 505.001.101,  
д.э.н., доцент

Лосева Ольга Владиславовна

## I ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Интеграция компаний, как способ повышения доходности бизнеса, является наиболее распространенным явлением в экономике России в последние годы. Усиление экономической концентрации приводит к сосредоточению капитала в одном субъекте хозяйственной деятельности и к созданию финансовой стабильности организации, повышая ее экономический потенциал в условиях конкурентной среды.

Основным способом достижения экономической концентрации является осуществление реорганизации компании через сделки по слиянию и поглощению. Подобная волна реорганизаций, как эффект от наступления глобализации, наиболее сильно коснулась небанковского финансового сектора экономики.

Целью процедуры слияния и поглощения является достижение синергетического эффекта как для компании-покупателя, так и для компании-продавца. Однако, несмотря на необходимость оценки подобного эффекта для компаний финансового сектора, существующие методики преимущественно направлены на оценку синергизма, возникающего вследствие реорганизации компаний, оперирующих в промышленной сфере. Алгоритм определения синергетического эффекта для компаний в сфере промышленности не представляется возможным применять для компаний финансового сектора вследствие различия в учете основных факторов, которые приводят к образованию синергизма: для промышленных компаний основным мотивом сделки по слиянию и поглощению выступает снижение затрат на производство, повышение эффективности технологического процесса, тогда как деятельность компаний финансового сектора основывается на предоставлении услуг и на активном маневрировании заемными средствами.

Определение стоимостного значения синергетического эффекта относится к сфере оценки стоимости бизнеса (компаний), однако, несмотря на то, что подходы и методы к оценке стоимости бизнеса уже достаточно хорошо изучены,

методологии, особенно учитывающей специфику небанковского финансового сектора, к определению синергизма не существует по ряду причин.

Во-первых, в отличие от оценки бизнеса, стоимостное значение синергетического эффекта рассчитывают не на конкретную дату, а определяют приблизительную дату его возникновения с учетом фактора адаптации объединенной компании (возникшей вследствие сделки по слиянию и поглощению) и специфики бизнеса в целом.

Во-вторых, результативность сделки по слиянию и поглощению формируется и определяется на прединтеграционном этапе в ходе дью-дилидженса и подготовки плана реорганизации: происходит определение мотивов сделки, ключевых усилителей (активы, которые будут способствовать повышению конкурентного преимущества компании), компенсаторов (активы, использование которых позволит компании устранить свои слабые стороны).

В том случае, если стороны сделки согласны с предложенными условиями, начинается уже фактическая реорганизация компаний. Таким образом, если были допущены какие-то ошибки при выборе усилителей, компенсаторов или произошла переоценка, или недоучет иных факторов на прединтеграционном этапе, повлиять на ход сделки уже становится практически невозможно.

Сделки по слиянию и поглощению выступают в роли инвестиционного проекта, сопряженного с высокой долей неопределенности и направленностью исключительно на положительный результат сделки, что обуславливает необходимость пересмотра существующих концепций по определению синергетического эффекта. Особого внимания заслуживает процесс слияния и поглощения компаний небанковского финансового сектора (в частности лизинговых), что обуславливается высокой долей заемных средств в структуре капитала компаний подобного рода, как следствие возникает необходимость более углубленного учета тех элементов синергизма, которые выступают в роли переменных и напрямую не зависят от деятельности компаний (например уровень ставок по кредитам). Более того, выбор направлений, по которым ожидается синергизм, требует методического обоснования.

Таким образом, актуальность настоящего исследования predetermined текущим состоянием рынка сделок слияния и поглощения компаний небанковского финансового сектора, обширным перечнем проблем участников сделок, возникающих вследствие переоценки значения синергетического эффекта на прединтеграционном этапе, вызванных методологической не проработанностью инструментария оценочной деятельности в решении указанных выше проблем.

**Степень разработанности темы исследования.** Оценка стоимостного значения синергетического эффекта, возникающего в процедуре слияния и поглощения, строится на определении стоимости компании-покупателя и компании-цели до интеграции и сравнении полученных величин с потенциальной/фактической стоимостью объединенной компании. Таким образом, в развитие методологии оценки синергизма внесли свой научный вклад как исследования в области структуры интеграции, причин ее возникновения и принципов осуществления, так и исследования, проведенные непосредственно в оценке бизнеса.

Вопросам формирования стоимостного значения синергетического эффекта в процедуре слияния и поглощения, а также проблемам, посвященным выделению тех факторов, которые оказывают непосредственное влияние на величину синергизма, посвящены труды многих российских и зарубежных авторов.

Функционирование и развитие рынка оценки стоимости бизнеса исследуется такими авторами, как А.Г. Грязнова, М.А. Эскиндаров, М.А. Федотова, А. Дамодаран, У.Ф. Шарп, Ф. Блэк, М. Шоулз, Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп, А.А. Бакулина, Т.В. Тазихина, Т.Г. Касьяненко, Н.М. Якупова, Ф. Модильяни, М. Гордон, М.В. Мейер.

Вопросам теории сделок слияния и поглощения, их организационно-экономической структуре, этапам осуществления процедуры слияния и поглощения посвящены исследования П. Гохана, С.Ф. Рида, А.Р. Лажу, Л.Г. Паштовой, М. Портера, Г. Манне, П.В. Бэкона, М. Смирлока, Н.С. Семенова,

В.В. Крутикова, Т.В. Комаристой, О.И. Иконниковой, К.А. Федуновой, А.С. Могилевского.

Суть синергетического эффекта раскрывается в трудах Я.Х. Смэтсона, Р.Б. Фуллера, Г. Хакена, Т.Г. Касьяненко.

Вопросам определения величины синергетического эффекта, возникшего вследствие процедуры интеграции, посвящены исследования Э.Ф. Фема, М.К. Дженсена, Д.Ф. Вэлсона, О.Е. Уилмона, Д. Литнера, Ж. Моссина, Р. Дафта, И. Аннсоффа, А.А. Бурдина, И.В. Соловьева, О. Юлдашева, А. Горида, В.В. Назарова, О.Р. Шевякина, К.Ю. Цынгакова, Н.В. Фадейкиной, Л.В. Коха, Т.В. Сергеевой, Л.А. Зимаковой.

Необходимость развития методологии оценки стоимости синергетического эффекта в сделках слияния и поглощения обусловлена потребностями в соответствии потенциального значения синергизма фактическому. Вместе с тем большая часть экономистов отмечает, что проблема количественного измерения синергетического эффекта достаточно сложна как в теоретическом, так и в практическом плане и не имеет достаточной апробации разработанных методик на практике.

Более того, в современных исследованиях недостаточно изучен синергетический эффект, возникающий при слиянии и поглощении финансовых компаний, а именно происходящий в небанковском финансовом секторе в целом, поскольку ряд исследователей рассматривают только банки, тогда как он представлен еще страховыми, лизинговыми компаниями и т.д.

**Цель исследования.** Целью исследования является совершенствование теоретико-методических основ развития методов оценки стоимостного значения синергетического эффекта при слиянии и поглощении компаний небанковского финансового сектора и разработка рекомендаций по их применению.

**Задачи исследования.** Для достижения цели в диссертации были поставлены следующие задачи:

1. Выявить факторы, влияющие на формирование стоимости компании небанковского финансового сектора в процедуре слияния и поглощения,

определить роль формирования синергетического эффекта в процедуре слияния и поглощения, провести анализ сущности и содержания категории «синергетический эффект».

2. Разработать принципы построения эффективного механизма стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, следование которым в процессе реорганизации позволит объединенной компании получить максимальные преимущества.

3. На основе оценки современного состояния и основных направлений развития рынка слияний и поглощений определить состав методического инструментария, необходимого для достижения положительного синергетического эффекта при реализации сделок слияния и поглощения; выявить подлежащий модификации отраслевой инструментарий существующих методов образования синергетического эффекта для компаний небанковского финансового сектора и определить состав информационного обеспечения, применяемого при определении стоимости синергизма.

4. Предложить алгоритм стоимостной оценки синергетического эффекта, который позволит учитывать, как принципы, обуславливающие достижение синергетического эффекта, так и послужит основой оценки результативности сделки слияния и поглощения компаний небанковского финансового сектора.

5. Разработать методику стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора.

**Объект исследования:** компании небанковского финансового сектора в процедуре слияния и поглощения.

**Предмет исследования:** финансово-стоимостные отношения по поводу измерения синергетического эффекта сделок слияния и поглощения.

**Область исследования.** Диссертация выполнена в соответствии с пунктом 5.3 «Теория и методология оценки стоимости бизнеса»

Паспорта научной специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

**Методология и методы исследования.** Методологической основой исследования являются теоретические основы формирования стоимости бизнеса в условиях формирования синергетического эффекта, а также развитие методов оценки сделок слияния и поглощения. В ходе исследования и решения поставленных задач были применены: метод моделирования, системно-структурный метод, методы логического анализа, стоимостной оценки. Кроме того, были использованы общенаучные методы, такие как классификация и группировка, синтез, обобщение, дедукция, индукция и математические методы.

**Информационной базой исследования** являются нормативно-правовые акты Российской Федерации в области оценочной деятельности и в области регулирования деятельности акционерных обществ, в том числе Федеральные стандарты оценки и рекомендации Министерства экономического развития России, нормативно-методическое обеспечение Центрального Банка Российской Федерации по оценочной деятельности, Международные стандарты финансовой отчетности в области учета активов при сделках слияния и поглощения, Международные стандарты оценки, справочно-информационная система «СПАРК-Интерфакс», справочная правовая система «КонсультантПлюс».

**Научная новизна исследования** состоит в развитии теоретико-методических основ оценки синергетического эффекта, возникающего при сделках слияния и поглощения в компаниях небанковского финансового сектора, а именно: определение и учет факторов, влияющих на синергетический эффект и расчет результативности сделки слияния и поглощения, как разницы между потенциальным и фактическим значением синергизма.

#### **Положения, выносимые на защиту:**

1. Выявлено, что стоимость компании небанковского финансового сектора в процедуре сделки слияния и поглощения изменяется под действием различных факторов: с позиции организационной структуры компании (эффект монополии, налоговый эффект, эффект разницы между рыночной стоимостью компании и



стоимостью замещения, эффект аккумуляции денежных средств и т.д.); с позиции влияния микро- и макроэкономических факторов (внешние: платежеспособный спрос, уровень конкуренции и т.д.; внутренние: ценовая политика компании, заемные средства компании, уровень управления организацией), а также определены особенности формирования стоимости, возникающие при осуществлении сделок в компаниях данного сектора (процедура определения стратегии функционирования и слаженное взаимодействие организационно-структурных единиц) (С. 40-43).

2. Разработаны принципы построения эффективного механизма стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, основанные на достижении синергетического эффекта (принцип достижения синергизма, принцип зависимости от внешней среды, принцип предельной производительности, принцип прогрессии, принцип изменения стоимости и принцип информационной асимметрии). Обосновано, что в основе построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта должны лежать принципы сделок слияния и поглощения, принципы оценки стоимости бизнеса, принципы, основанные на составных элементах синергизма (С. 97; 100; 104; 106-108).

3. Сформирован методический инструментарий, направленный на достижение положительного синергетического эффекта при реализации сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора (определение условий достижения положительного эффекта, выявление погрешностей между потенциальным и фактическим значениями синергизма) (С. 66-67; 83; 87; 90).

4. Предложен алгоритм стоимостной оценки результативности сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, отличительной особенностью которого являются: определение эндогенных и экзогенных факторов при оценке стоимости компании-покупателя и компании-цели (С. 112-113); определение условий, обуславливающих функционирование

модели и детализация затрат, связанных с осуществлением сделки интеграции (С. 110-111; 119).

5. Разработана методика стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, позволяющая качественно и количественно определить значение синергизма как в прединтеграционном, так и в постинтеграционном периоде, и приводящая к минимальным расхождениям результатов фактического и потенциального значения синергизма (С. 122-124).

**Теоретическая значимость** результатов исследования состоит в том, что предложены теоретико-методологические основы (факторы, принципы, терминология, критерии и условия), которые могут послужить базисом для эффективного функционирования рынка слияний и поглощений в части развития механизма стоимостной оценки синергетического эффекта. Среди факторов, оказывающих непосредственное влияние на стоимость компаний небанковского финансового сектора в процедуре слияния и поглощения, выделяют факторы, связанные с организационной структурой компании, а также по степени влияния: микро- и макроэкономические факторы. Определена сущность синергизма в сделках слияния и поглощения, и выделены принципы его учета.

**Практическая значимость** исследования определяется тем фактом, что предложенная в исследовании методика ориентирована на определение качественного и количественного значения синергетического эффекта, возникающего при слиянии и поглощении компаний небанковского финансового сектора.

Поэтапное применение методики стоимостной оценки синергетического эффекта на прединтеграционном этапе способствует формированию взвешенного инвестиционного решения, которое основано на четком определении будущего финансового положения объединенной компании. Одним из основных аналитических инструментов методики стоимостной оценки синергизма является определение стоимости потенциального и фактического значения синергетического эффекта.

Результаты исследования и положения диссертации могут быть применены инвесторами, экспертами консалтинговых компаний, образовательными учреждениями в рамках дисциплин, связанных с оценкой бизнеса, а также управляющим персоналом и руководителями небанковских финансовых организаций, участвующих в сделке по слиянию и поглощению.

**Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.** Достоверность полученных результатов подтверждается тем, что все положения, выдвинутые в диссертации, не противоречат существующим концепциям стоимостной оценки и полученным ранее научным результатам по исследуемой проблематике; результаты и выводы в рамках данной работы достигнуты на основе анализа значительного объема информационной базы исследования, имеют высокую степень аргументированности, благодаря корректному использованию комплекса методов стоимостной оценки синергетического эффекта от сделок слияния и поглощения.

Основные положения и результаты исследования апробированы в установленном порядке и обсуждались на Межвузовской научно-практической панельной дискуссии «Публично-правовые средства как драйверы инновационной экономики» IX Всероссийского Фестиваля науки (Москва, Финансовый университет, 12 октября 2019 г.); на Круглом столе «Экономический рост России» Научного форума Вольного экономического общества России (Абалкинские чтения) «Россия и Китай: стратегия взаимодействия» (Москва, Вольное экономическое общество России, 12 сентября 2019 г.); на IV Международном форуме Финуниверситета «Рост или рецессия: к чему готовиться?» (Москва, Финансовый университет, 27 ноября 2019 г.).

Материалы проведенного исследования используются в практической деятельности акционерного общества «Санкт-Петербургская Валютная Биржа» (АО СПВБ), в частности используется разработанная в диссертации методика стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения, позволяющая более точно оценивать стоимость сделок слияния и поглощения российских эмитентов. В АО СПВБ внедрены алгоритм стоимостной оценки

результативности сделок слияния и поглощения и методический инструментарий, направленный на достижение положительного синергетического эффекта при реализации сделок слияния и поглощения. Данные материалы способствуют повышению уровня эффективности работы АО СПВБ в части оценки стоимости корпоративных акций российских компаний, связанных с осуществлением сделок интеграции.

Основные выводы исследования нашли практическое применение в работе акционерного общества «Небанковская кредитная организация «Национальный расчётный депозитарий» (НКО АО НРД), в частности используются принципы построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта: принципы сделок слияния и поглощения; принципы оценки стоимости бизнеса; принципы, основанные на составных элементах синергизма. В практической деятельности НКО АО НРД при анализе эмитентов использует разработанную в диссертации методику стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения. Теоретические выводы и основные практические положения повышают эффективность анализа функционирования рынка слияний и поглощений в части стоимостной оценки синергетического эффекта.

Результаты исследования внедрены в практическую деятельность общества с ограниченной ответственностью «Центр оценки собственности «МОРФ» (ООО «ЦОС «МОРФ»)), в частности при ведении оценочной деятельности используется разработанная в диссертации методика стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения. По материалам исследования также внедрен алгоритм стоимостной оценки результативности сделок слияния и поглощения, отличительной стороной которого является учет внутренних и внешних факторов, что позволяет производить оценку компаний, которые являются целью слияния или поглощения. Результаты исследования при использовании в практической работе компании способствуют повышению эффективности оценочной деятельности при осуществлении сделок по интеграции.

Результаты исследования внедрены в практическую деятельность Небанковской кредитной организации - центрального контрагента «Национальный Клиринговый Центр» (акционерное общество), в частности в работу Департамента рыночных рисков для целей адекватной оценки условий кредитования сделок слияния и поглощения. В работе Департамента используются следующие результаты: методический инструментарий, направленный на достижение положительного синергетического эффекта при реализации сделок слияния и поглощения; алгоритм стоимостной оценки результативности сделок слияния и поглощения, основанный на определении внешних и внутренних факторов оценки в условиях сделки слияния и поглощения; методика стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения. Результаты исследования при их использовании в практической работе позволяют повысить уровень достоверности оценки стоимости потенциального и фактического значения синергетического эффекта от сделок слияния и поглощения.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

**Публикации.** По теме диссертации опубликованы 4 работы общим объемом 2,0 п.л. (весь объем авторский), все работы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

**Структура и объем работы** определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 136 источников. Текст диссертации изложен на 175 страницах, содержит 12 таблиц и 12 рисунков.

## **II ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

В процедуре интеграции компании сталкиваются с различными проблемами, среди которых выделяются, помимо отказа участников от совершения сделки, переоценка синергетического эффекта, который компания

желает получить в случае объединения. В связи с этим, в соответствии с целью и задачами исследования, в диссертации получены и обоснованы следующие научные результаты.

**1. Выявлено, что стоимость компании небанковского финансового сектора в процедуре сделки слияния и поглощения изменяется под действием различных факторов: с позиции организационной структуры компании, с позиции влияния микро- и макроэкономических факторов, а также определены особенности формирования стоимости, возникающие при осуществлении сделок в компаниях данного сектора.**

Стоимость компаний, оперирующих в небанковской финансовой сфере, в ходе процедуры сделок слияния и поглощения изменяется под действием ряда факторов: с позиции организационной структуры компании (эффект монополии, налоговый эффект, эффект разницы между рыночной стоимостью компании и стоимостью замещения, эффект аккумуляции денежных средств, эффект диверсификации риска); с позиции влияния микро- и макроэкономических факторов (внешние: платежеспособный спрос, фазы экономического цикла, уровень конкуренции, политика государства в области финансов, на валютном и денежно-кредитных рынках; внутренние: характеристики выпуска продукции, технологии производства, ценовая политика компании, качество оборудования, собственные средства компании, затраты на производство, затраты на НИОКР, оборачиваемость активов, уровень управления организацией). Среди отличительных факторов, оказывающих влияние непосредственно на синергетический эффект, возникающий при сделках слияния и поглощения компаний небанковского финансового сектора, выделены доля заемного капитала по отношению к собственному и обращаемость акций компаний на бирже.

Кроме того, выявлены особенности формирования стоимости, возникающие при осуществлении сделок слияния и поглощения компаний небанковского финансового сектора. Среди них особенно важны процедура определения стратегии функционирования и слаженное взаимодействие внутренних организационно-структурных единиц. Данные особенности оказывают влияние не

только до процедуры интеграции, но и после, поскольку необходимым является выявление дублирующих подразделений компании-аналога и компании-цели, их упразднение или внутренняя интеграция для достижения эффективного функционирования компании, поскольку именно в структурных единицах формируется добавленная стоимость бизнеса.

Сделки по слиянию и поглощению представляют собой инвестиционные сделки, направленные на увеличение дохода компании, основной целью которых является возникновение положительного синергетического эффекта, занимающего главенствующую роль при планировании самой сделки.

Сделки по слиянию и поглощению – трудоемкий и сложный корпоративный процесс, требующий пристального внимания во всех сферах и контроля на каждом этапе сделки, поскольку эти сделки оказывают значительное влияние как на компанию-покупателя, так и на компанию-цель. Более того, активное развитие инвестиционного рынка и преимущества сделок по интеграции обуславливают необходимость изучения сделок по слиянию и поглощению с целью поиска оптимального типа сделки, дающего эффективный результат.

На основе проведенного исследования было выявлено, что тип сделки слияния и поглощения и мотив компаний имеют прямую взаимосвязь. Главным мотивом компании в сделках по слиянию и поглощению является достижение определенного результата, который является синергетическим эффектом. Помимо основного мотива, второстепенными по сделкам слияния и поглощения выступают: диверсификация деятельности, экономия на инвестициях, получение комплементарных ресурсов, оперативный выход на рынок. В случае, если мотивом выступает оперативный выход на рынок, сделка M&A может относиться к национальным или транснациональным сделкам. В свою очередь, при мотиве компании – получение комплементарных ресурсов, сделка в большинстве своем будет иметь горизонтальный тип. В диссертации проводилось исследование, направленное на определение синергетического эффекта для компаний именно небанковского финансового сектора, поскольку расчет синергизма в сделках с

компаниями банковского сектора значительно усложняется ввиду контроля со стороны Центрального Банка Российской Федерации.

Проведенное исследование теоретико-методических основ сделок по определению стоимости синергетического эффекта позволило выявить, что синергетический эффект может представлять собой как положительное, так и отрицательное значение и возникает в процедуре интеграции в любом случае. Было предложено определение синергетического эффекта – это расчетное значение, отражающее эффект от объединения одной и более компаний, совокупные показатели деятельности которых после объединения отличаются от суммы совокупности показателей деятельности отдельно взятых компаний и могут принимать как положительное, так и отрицательное значение.

**2. Разработаны принципы построения эффективного механизма стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, основанные на достижении синергетического эффекта. Обосновано, что в основе построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта должны лежать принципы сделок слияния и поглощения, принципы оценки стоимости бизнеса, принципы, основанные на составных элементах синергизма.**

Синергетический эффект возникает в сделке по слиянию и поглощению, и то, каким образом и в каких условиях происходила сделка, оказывает опосредованное влияние на значение синергизма после завершения сделки. Для определения основных принципов построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта произведен анализ как российских принципов, так и принципов международной практики по сделкам интеграции. Было доказано, что в реалиях российского рынка на этапе выбора потенциальной компании-цели необходимо учитывать разницу в возрасте между компанией-целью и компанией-покупателем с целью корреляции между организационными структурами компаний, корпоративной культурой и внутренней политикой.



Кроме того, было предложено: принимать к учету принцип определения ключевого триггера стоимости или движущую силу сделки, вокруг которой происходит формирование синергетического эффекта, что позволит произвести более детализированный расчет последнего и качественно определить сферы, в которых ожидается возникновение синергизма. Более того, синергетический эффект включает в себя ряд составных элементов: прибыль, текущие расходы, потребность в инвестициях. Данные элементы представляют собой обобщенные результаты мотивов сделок по интеграции: в случае мотивов диверсификации компания-покупатель планирует увеличить прибыль, в случае мотива повышения эффективности управленческого аппарата – снизить затраты на расходы на оплату труда и повысить доходность компании.

Было определено, что один элемент или совокупность элементов синергетического эффекта являются в то же время и предполагаемыми к достижению результатами интеграции, из чего следует, что необходимо соблюдение принципов формирования элементов синергизма для повышения вероятности получения именно положительного значения синергетического эффекта при сделке по слиянию и поглощению. В диссертации проанализированы основные принципы оценки бизнеса, поскольку синергетический эффект непосредственно строится на разнице между стоимостями компаний до процедуры интеграции и после. Особое значение при сделке слияния и поглощения уделено принципу сбалансированности (пропорциональности), который при интеграции наглядно иллюстрирует способность компаний осуществить эффективное слияние и поглощение (взаимосвязь между отделами компаний, возможности компании-покупателя эффективно интегрировать компанию-цель в свою деятельность – при слиянии).

На основе проведенного анализа теоретических и практических основ формирования синергетического эффекта было определено, что, помимо указанных выше принципов, необходимо учитывать принципы достижения синергетического эффекта. Были предложены новые принципы достижения синергетического эффекта, которые включают в себя: принцип своевременной

коррекции, принцип зависимости от внешней среды, принцип предельной производительности, принцип прогрессии, принцип изменения стоимости и принцип информационной асимметрии.

Механизм стоимостной оценки синергетического эффекта компаний небанковского финансового сектора строится на группе принципов, среди которых были выделены принципы, основанные на элементах формирования синергизма; принципы стоимостной оценки; принципы сделок слияния и поглощения; принципы достижения синергетического эффекта.

**3. Сформирован методический инструментарий, направленный на достижение положительного синергетического эффекта при реализации сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора.**

В настоящее время на рынке преобладают горизонтальные слияния в части объединения компаний по характеру потребления производимой продукции или услуг. В свою очередь, вертикальные сделки являются не только направленными на получение синергетического эффекта, но и представляют собой способ выживания отечественного бизнеса.

В данной работе основной целью для осуществления процедуры реорганизации является получение для компаний-участников прибыли, а сама процедура рассматривается как осознанное решение компаний, а не вынужденная необходимость. Из этого следует, что основным критерием для выбора компании-цели для компании-покупателя становится возможность расширения производства как за счет территориально-географического характера сделки, так и через совершенствование существующего сбытового рынка путем внедрения комплементарных товаров или услуг.

На основе анализа результативности сделки слияния и поглощения представляется возможным определить следующие основные характеристики, которым должен соответствовать бизнес для обеспечения выгодной продажи (результативности сделки):

- налоговые органы не имеют претензий к бизнесу;

- в компании положительная кредитная история;
- в компании прозрачная структура собственности;
- компания или ее владельцы не участвуют в судебных процессах;
- компания занимается одним или несколькими связанными между собой направлениями и не объединяет несовместимые виды деятельности;
- бизнес имеет четкую стратегию работы, цель выражена конкретными числовыми показателями.

Было проанализировано существующее информационное обеспечение, позволяющее определить результативность сделки на прединтеграционном этапе, и выявлено, что в российских условиях наиболее объективным, в случае если акции компании не обращаются на бирже, выступает «СПАРК-Интерфакс», а если объектом сделки выступает акционерное общество, то необходимо использовать Bloomberg.

Доказано, что существующие методы оценки стоимости синергетического эффекта являются неэффективными ввиду ряда недостатков, среди которых основными являются следующие: синергетический эффект наступает непосредственно в момент интеграции, и производится учет только положительного значения синергизма, как единственно возможного варианта его проявления на этапе постинтеграции (иными словами, вероятность того что синергетический эффект может принять отрицательное значение – не принимается во внимание).

В соответствии с этим возникает необходимость разработки модели результативности сделки слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора с учетом выявления факторов, которые могут оказать влияние на процедуру до и после интеграции. Кроме того, выявлена необходимость разработки нового метода оценки синергетического эффекта с целью повышения заинтересованности как компании-покупателя, так и компании-цели в ее заключении и определении эффективности интеграции, особенность которого заключается в снижении вариативности прогнозного значения синергизма с его фактическим значением.

На основе практического опыта слияний и поглощений, учитывая недостатки существующих методов оценки синергетического эффекта, а также, принимая во внимание учет принципов достижения синергизма, была выявлена необходимость разработки методологических основ формирования стоимости синергетического эффекта, которые бы приводили к минимальным погрешностям между потенциальным значением синергизма и фактическим.

**4. Предложен алгоритм стоимостной оценки результативности сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, отличительной особенностью которого являются: определение эндогенных и экзогенных факторов при оценке стоимости компании-покупателя и компании-цели; определение условий, обуславливающих функционирование модели и детализация затрат, связанных с осуществлением сделки интеграции.**

Сделки по слиянию и поглощению строятся на основе мотивов компании-покупателя и компании-цели и направлены на достижение результативности. Термин «результативность» при анализе сделок по слиянию и поглощению включает в себя расчет отношения между потенциальным синергетическим эффектом и фактическим. Неопределенность результата сделки по слиянию и поглощению и значительное отличие планового результата от фактического послужило основанием для разработки алгоритма оценки результативности сделок по слиянию и поглощению.

Базисом для алгоритма такой оценки являлись основные принципы механизма стоимостной оценки синергетического эффекта, поскольку без их учета алгоритм переходит в несовершенное состояние, что может привести к неточности полученных результатов.

В связи с вышеизложенным был определен ряд условий, которые необходимо принимать во внимание для использования предложенного алгоритма: компании-покупателю известны мотивы компании-цели; сделка не попадает под действие ст. 28 Федерального закона от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции», то есть для совершения сделки не требуется

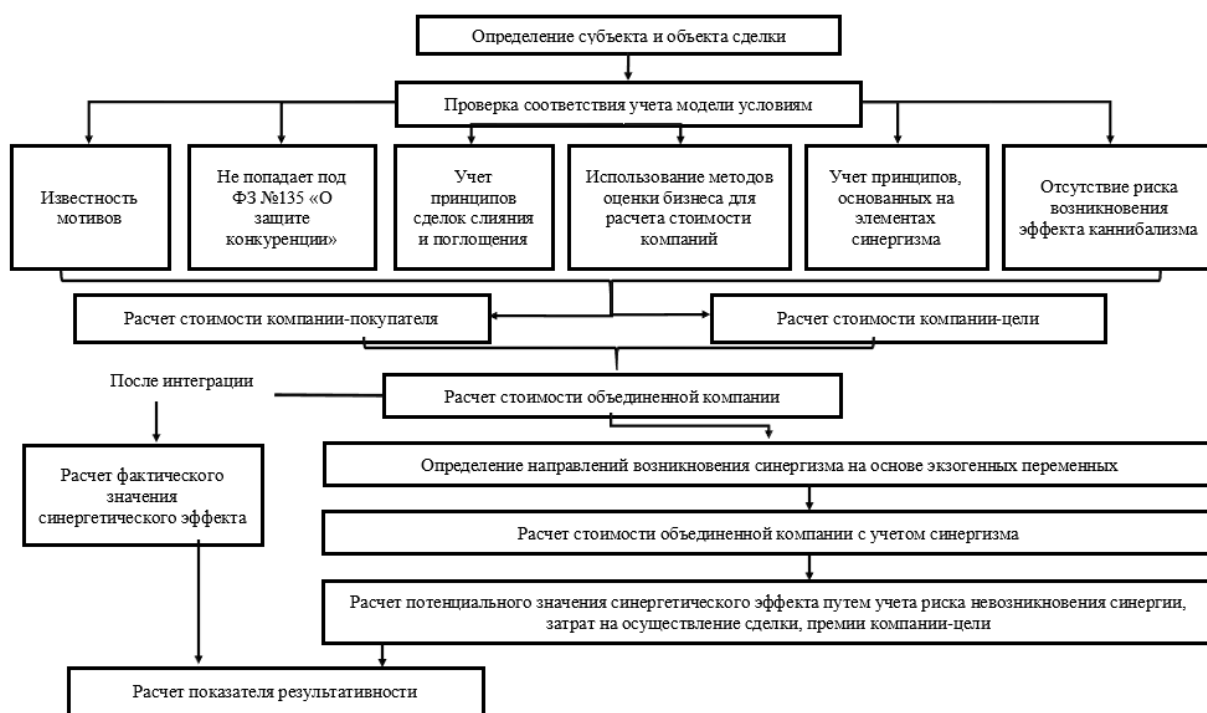
предварительное согласие антимонопольного органа; соблюдаются и учитываются компанией-покупателем принципы сделок слияния и поглощения; оценка компании-покупателя и компании-цели на предварительных этапах сделки (до интеграции) строится на основе принципов оценки бизнеса; стоимостное выражение потенциального значения синергетического эффекта учитывает принципы, основанные на элементах формирования синергизма; отсутствует риск возникновения эффекта каннибализма. На базе этих условий был определен порядок действий, направленных на реализацию алгоритма, и представляющий из себя последовательность в виде 4 этапов.

Разработанный алгоритм предполагает следующие этапы:

- определение эндогенных и экзогенных факторов при оценке стоимости компании-покупателя и компании-цели в разрезе методов сравнительного, доходного и затратного подхода к оценке;
- определение условия функционирования;
- детализация затрат, связанных с осуществлением сделки слияния и поглощения;
- разработка процедуры расчета результативности сделок слияния и поглощения.

Иллюстративно алгоритм стоимостной оценки результативности сделок слияния и поглощения представлен на рисунке 1.

Преимуществом предложенного алгоритма оценки результативности сделок слияния и поглощения является то, что он позволяет: учесть затраты, понесенные при осуществлении сделки (необходимы для принятия к учету как на процедуре до осуществления сделки (прогнозные), так и после нее – фактические); учесть качественные преимущества синергии (эффект командной синергии или влияния большого количества факторов на значение синергетического эффекта); максимально точно спрогнозировать величину синергетического эффекта как на процедуре до, так и после интеграции.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 - Алгоритм стоимостной оценки результативности сделок слияния и поглощения

**5. Разработана методика стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, позволяющая качественно и количественно определить значение синергизма как в прединтеграционном, так и в постинтеграционном периоде, и приводящая к минимальным расхождениям результатов фактического и потенциального значения синергизма.**

Методика оценки синергетического эффекта основана на предположении сопоставимости прогнозных значений синергетического эффекта до совершения сделки и мониторинге показателя синергетического эффекта после ее заключения.

На первом этапе определяются субъекты сделки слияния и поглощения: компании-покупателя и компании-цели (компании-продавца).

На втором этапе после отбора участников сделки и проверки их соответствия ряду условиям необходимо произвести оценку стоимости компаний-участников.

На третьем этапе происходит расчет стоимости объединенной компании.

Четвертый этап включает в себя прогноз изменения стоимости в целях установления предполагаемой величины синергетического эффекта.

На пятом этапе необходимо учесть все предполагаемые затраты, которые будут понесены в ходе проведения сделки слияния и поглощения.

Шестой этап включает в себя необходимость расчета риска возникновения отрицательного синергизма, а также затрат на процедуру реорганизации и премии, выплачиваемой компании-цели компанией-покупателем при осуществлении сделки слияния и поглощения.

Седьмой этап предполагает непосредственно расчет фактического значения синергетического эффекта на основе данных, полученных на предыдущих этапах, и расчет экономий/перерасходов вследствие процедуры реорганизации.

При разработке методики определения потенциального значения синергетического эффекта было предложено учитывать в рамках расчета ставки дисконтирования методом кумулятивного построения специфические риски (например, риск разницы возраста компаний, риск масштаба компании-цели и т.д.), которые влияют на достижение качественного значения потенциального синергизма и дальнейшее его сопоставление с фактическим значением синергизма, определяемом на постинтеграционном этапе.

Особенность разработанной методики расчета фактического значения синергетического эффекта, ведущей к повышению корректности его определения, заключается в следующем:

- отбор показателей, оказывающих влияние на синергетический эффект, происходит на прединтеграционном этапе, что позволит избежать манипуляций менеджерами объединенной компании величиной синергизма по постинтеграционному этапу с целью создания искусственного положительного значения синергетического эффекта;

- допущение о том, что у компании в следствии интеграции может появиться как экономия, так и перерасход, который необходимо учитывать при расчете синергизма, исходя из предпосылки, что он может принимать как положительные, так и отрицательные значения.

Условием сделок слияния и поглощения, а также их приоритетным направлением является достижение высокой результативности, а именно получение положительного синергетического эффекта.

Расчет качественного значения синергизма является детализированной оценкой текущих показателей и определением предпосылок и перспектив функционирования компании после процедуры реорганизации. Однако разработанная методика применима только для компаний небанковского финансового сектора, поскольку для расчета синергизма компаний банковского сектора необходимо проводить расчет и включать показатели влияния и заинтересованности третьей стороны сделки – Центрального банка Российской Федерации.

### **III ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Цель, поставленная в диссертационной работе, достигнута, а задачи решены в ходе проведенного исследования. В работе представлен ряд разработанных теоретических и практических положений, направленных на развитие инструментария стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения.

Результатами исследования стали:

1. Выявленные факторы, оказывающие непосредственное влияние на стоимость компаний небанковского финансового сектора в целом и при сделках слияния и поглощения, в т.ч. факторы, связанные с организационной структурой компании, а также по степени влияния: микро- и макроэкономические факторы, и определены особенности, характерные для небанковского финансового сектора.

2. Основные принципы, лежащие в основе механизма стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения по компаниям небанковского финансового сектора, такие как: принцип своевременной коррекции, принцип зависимости от внешней среды, принцип предельной



производительности, принцип прогрессии, принцип изменения стоимости и принцип информационной асимметрии.

3. Разработанный методический инструментарий, направленный на достижение положительного синергетического эффекта реализации сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора: определение синергетического эффекта при сделках слияния и поглощения, полученное на основе обобщения подходов к определению синергетического эффекта; основные элементы методического инструментария стоимостной оценки сделок слияния и поглощения, включающий в себя как ряд условий достижения синергизма, так и информационно-методическую базу.

4. Предложенный алгоритм стоимостной оценки результативности сделок слияния и поглощения для компаний небанковского финансового сектора, учитывающий затраты, связанные со сделками слияния и поглощения, различные возникающие эффекты, в т.ч. эффект командной синергии, который дает возможность прогнозировать и рассчитывать эффект на любом этапе сделки.

5. Методика стоимостной оценки синергетического эффекта для компаний небанковского финансового сектора, позволяющая рассчитать эффект синергии как до, так и после заключения сделки; методика позволяет детализировать затраты, сопутствующие любому этапу сделки, осуществить отбор показателей, оказывающих влияние на эффект синергии до сделки; учесть премию и ожидания обеих сторон сделки, а так же принимает во внимание специфические риски сделок слияния и поглощения, характерных для объекта диссертационного исследования, через их учет в ставки дисконтирования, рассчитанной методом кумулятивного построения.

В исследовании доказана и подтверждена практическими примерами необходимость внедрения инструментария оценочной деятельности в процессе формирования стоимости синергетического эффекта в процедуре слияния и поглощения. Предложенный в исследовании алгоритм стоимостной оценки результативности может быть использован в своей деятельности руководством компаний, осуществляющих управление процедурой интеграции. Реализация

разработанных предложений позволит более эффективно и качественно определить величину синергизма, ожидаемую к получению, позволит снизить риск распада или ухудшения финансовой состоятельности компаний после объединения.

#### **IV СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,  
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Зимин, В.В. Анализ сущности синергии при осуществлении сделок по слиянию и поглощению / В.В. Зимин // Самоуправление. – 2019. Том 2. – № 3(116). – С. 116-119. – ISSN 2221-8173.

2. Зимин, В.В. Синергетический эффект в сделках слияния и поглощения: оценка эффективности / В.В. Зимин // Экономика. Бизнес. Банки. – 2019. – № 7(33). – С. 49-60. – ISSN 2304-9596.

3. Зимин, В.В. Основные принципы, оказывающие влияние на стоимость синергетического эффекта / В.В. Зимин // Экономические науки. – 2019. – № 8(177). – С. 89-93. – ISSN 2072-0858.

4. Зимин, В.В. Оценка эффективности и результативности синергии при слияниях и поглощениях / В.В. Зимин // Экономические науки. – 2019. – № 9 (178). – С. 131-134. – ISSN 2072-0858.