

Назарян Ваагн Ашотович

**ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ  
СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва  
2012

Работа выполнена на кафедре «Финансовый менеджмент» в ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель кандидат экономических наук, доцент  
**Филатова Татьяна Васильевна**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, доцент  
**Болонин Алексей Иванович**  
НОУ ВПО "Московская академия  
предпринимательства при Правительстве  
Москвы", проректор по научной работе

кандидат экономических наук, доцент  
**Романенко Ольга Анатольевна**  
ФГБОУ ВПО "Саратовский государственный  
социально-экономический университет",  
доцент кафедры финансов

Ведущая организация **ФГБОУ ВПО «Российский государственный  
социальный университет»**

Защита состоится «20» сентября 2012г. в 14-00 часов на заседании диссертационного совета Д 505.001.02 на базе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.55, ауд. 213, г. Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, комн. 203, г. Москва, 125993.

Автореферат разослан «26» июня 2012г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации «26» июня 2012г. размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,  
к.э.н., доцент

Е.Е. Смирнова

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Развитие современной экономики России в значительной степени определяется эффективностью функционирования хозяйствующих субъектов и, прежде всего, корпоративного сектора. Каждая компания располагает определенным набором механизмов внутреннего и внешнего роста. Однако если внутренний рост, реализующийся путем повышения эффективности использования существующих активов, является ограниченным, то возможности внешнего роста компаний значительно шире.

В мировой практике одним из основных направлений внешнего роста компаний являются процессы слияний и поглощений, поскольку продвижение на внутреннем и внешнем рынках, как правило, легче осуществлять через приобретение уже действующих хозяйствующих субъектов. В результате слияний и поглощений формируются группы компаний (холдинги), международные корпорации и бренды, концентрирующие значительные капиталы, что усиливает их влияние на экономику. Все это дает основание рассматривать процессы слияний и поглощений в качестве одного из основных инструментов интеграции и глобализации.

Слияния и поглощения являются характерным процессом для рыночной экономики России. Анализ сделок слияний и поглощений в России за 2005-2010 гг. показывает, что рынок практически восстановился до докризисного уровня 2007 г. В 2010 г. объем сделок составил 62.17 млрд. долл. (на 40% выше уровня 2009 г.), а в 2011 г. - на общую сумму 76.18 млрд. долл. (на 22.5% выше уровня 2010 г.)<sup>1</sup>, это более чем в два раза превышает общемировые темпы прироста рынка M&A.<sup>2</sup>

За последние 20 лет слияния и поглощения превратились из стихийного процесса до одной из наиболее применяемых стратегий развития (роста) крупных компаний, в результате которой многократно возрастают обороты и стоимость компании, повышается производительность труда, сокращается инвестиционный цикл реализации проектов.

Актуальность данной темы исследования обусловлена:

---

<sup>1</sup> По данным Информационного агентства АК&М.

<sup>2</sup> По данным компании Ernst&Young.

- необходимостью изучения финансовых аспектов слияний и поглощений, их механизмов с позиции формирования финансово измеряемого эффекта как результата движения финансовых ресурсов, капитала и управления финансовыми потоками основных участников этих процессов;

- недостаточной разработанностью научных подходов по определению финансовой результативности как мотивационного фактора слияний и поглощений;

- отсутствием комплексных исследований, рассматривающих особенности формирования финансово-экономических отношений, определяющих финансовую результативность слияний и поглощений российских компаний.

Необходимость использования научных методов в обосновании сделок слияний и поглощений, выявление критериев и определение показателей их финансовой результативности на основе обобщения российского опыта играют важную роль в формировании корпоративных стратегий, разработке более эффективных форм слияний и поглощений и концепций дальнейшего развития компаний.

**Степень разработанности темы.** Проблеме развития механизмов роста компаний в форме слияний и поглощений, их проведению и оценке стоимости компании-объекта посвящено достаточно много научных исследований отечественных ученых, таких как: С. Б. Авдашева, Ю. Б. Винслав, С. В. Гвардин, Р. С. Гринберг, В. Е. Дементьев, Т. Г. Долгопятова, Д. А. Ендовицкий, Я. Ш. Паппэ, А. Д. Радыгин, О. А. Романенко, Н. Б. Рудык, М. А. Федотова, И. Н. Чекун, И. С. Шиткина, Р. М. Энтов, Соболева В. Е и др. Среди зарубежных авторов данную тематику исследовали: И. Ансофф, который первым рассмотрел стратегию слияний и поглощений в качестве одного из способов развития компаний, а также Д. Бишоп, Ф.Эванс, Дж. Галпин, П. Гохан, Д. Депамфилис, М. Дженсен, Г. Динз, С. Зайзель, Ф. Крюгер, А. Лажу, Г. Минз, П. Моросини, С. Рид, Р. Ролл, У. Стеджер, др.

Большая часть научных трудов по проблемам слияний и поглощений посвящена изучению интеграционных процессов, институциональных и правовых особенностей применительно к российским условиям. Однако существует необходимость более глубокого проведения теоретико-методологических исследований финансово-экономической целесообразности, финансовых возможностей, оценки

финансовых рисков и последствий проведения реструктуризации компаний в форме слияний и поглощений адаптированных к особенностям российской экономики в условиях международных интеграционных процессов.

Актуальность и недостаточная научная разработанность проблемы оценки финансовой результативности слияний и поглощений российских компаний, поиск направлений ее решения обусловили выбор темы диссертационной работы.

**Целью** диссертации является решение научной задачи разработки и обоснования методического инструментария повышения финансовой результативности слияний и поглощений.

Реализация цели исследования обусловила необходимость решения следующих **задач**:

- обоснование финансово-экономического содержания процессов слияния и поглощения как направления стратегического развития компаний;
- разработка системы показателей финансовой результативности слияний и поглощений как инструмента управления данным процессом;
- определение особенностей финансового управления при проведении слияний и поглощений;
- разработка модели оценки финансовой результативности сделок слияний и поглощений;
- выявление рисков, влияющих на формирование финансовой результативности слияний и поглощений, и выбор методов их минимизации;
- исследование возможности использования контроллинга для обеспечения финансовой результативности слияний и поглощений в постинтеграционном периоде.

**Объектом исследования** является финансовая результативность слияний и поглощений российских компаний розничной торговли фармацевтическими товарами.

**Предмет исследования** - финансово-экономические отношения, определяющие финансовую результативность слияний и поглощений.

**Теоретической и методологической основой** диссертационной работы стали труды ведущих отечественных и зарубежных ученых и специалистов в области

корпоративных финансов, инвестиций, стратегического управления, оценки финансовых рисков. Методологическую базу исследования составляют следующие методы научного познания: статистический, логический, анализа, синтеза, аналогии, экономико-математического моделирования и др.

Диссертация соответствует п. 3.25, 3.27 и 3.29 Паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит», (экономические науки).

**Информационная база** исследования включает законодательные акты, нормативно-правовые документы, регламентирующие процессы проведения реструктуризации российских компаний в форме слияний и поглощений; научные публикации в общей и специализированной периодической печати по изучаемой проблеме; материалы научных и научно-практических конференций; данные Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации; эмпирические данные компаний, функционирующих на рынке фармацевтической продукции, а также результаты исследования, выполненного непосредственно автором.

**Научная новизна** исследования заключается в разработке комплекса теоретико-методических положений по повышению финансовой результативности корпоративных слияний и поглощений с учетом их финансовых рисков.

**Наиболее важные научные результаты, полученные лично соискателем и выносимые на защиту:**

1. На основании выявления существенных признаков слияний и поглощений доказано, что они являются не только формой стратегической реорганизации и реструктуризации бизнеса, но и, прежде всего, инструментом корпоративной стратегии роста (финансовых результатов, капитализации, стоимость компании, ресурсной базы, в том числе финансовых ресурсов и капитала), стратегии акционеров (управляющих своим капиталом) и менеджеров (управляющих своим статусом и доходами).

2. Предложена система показателей финансовой результативности слияний и поглощений, в том числе показатели, разработанные автором (чистый синергетический эффект; соотношение цены сделки и стоимости компании-цели; соотношение приведенной величины синергетического эффекта и суммы издержек слияния/поглощения и др.), а также формулы их расчета и критериальные значе-

ния. Это позволит определять финансовую результативность для каждого участника и на каждом этапе этого процесса для повышения эффективности управления финансовыми ресурсами, капиталом, денежными потоками.

3. Разработана модель оценки финансовой результативности сделки слияний и поглощений, позволяющая анализировать различные сценарии проведения корпоративной реструктуризации и определять наиболее эффективный вариант. Основными ее этапами являются: определение финансового состояния компании-покупателя и компании-цели до проведения реструктуризации; оценка стоимости компании-покупателя и компании-цели до проведения реструктуризации; оценка стоимости объединенной компании и определение эффекта синергии; определение финансового состояния объединенной компании после проведения реструктуризации; расчет оптимальной цены сделки, включая премию компании-цели; выбор метода финансирования сделки.

4. Доказано, что для повышения финансовой результативности сделок слияний и поглощений в случае высокой степени ее неопределенности следует применять метод реальных опционов, обеспечивающий возможность выбора варианта расчета цены сделки, а также минимизацию риска недостижения финансовой результативности слияния/поглощения для компании-покупателя.

5. На основе анализа основных факторов риска, обуславливающих неэффективность слияний и поглощений, доказана необходимость использования контроллинга для обеспечения достижения финансовой результативности сделки слияния и поглощения в постинтеграционном периоде; разработаны и научно обоснованы рекомендации по использованию финансового контроллинга как системы интегрированного информационного обеспечения, планирования и контроля за использованием финансовых ресурсов, капитала и денежных потоков.

**Теоретическая значимость исследования.** Результаты исследования вносят вклад в развитие теоретико-методических основ определения, обеспечения и повышения финансовой результативности корпоративных слияний и поглощений, в частности, разработана система показателей и модель оценки финансовой результативности, разработаны рекомендации по достижению финансовой результативности в случае высокой степени ее неопределенности, предложено использование

контроллинга как инструмента обеспечения достижения финансовой результативности в постинтеграционном периоде.

**Практическая значимость исследования.** Основные положения, выводы и рекомендации диссертационной работы ориентированы на широкое использование компаниями реального сектора экономики. Результаты работы позволят повысить финансовую результативность проведения корпоративной реструктуризации в форме слияния и поглощения. Практическую значимость имеют следующие положения:

- рекомендации по определению в компании основных направлений финансового управления слияниями и поглощениями для повышения их финансовой результативности;

- критерии инвестиционной привлекательности различных видов российских компаний розничной торговли фармацевтическими товарами для слияний и поглощений (одиночных аптек и аптечных сетей);

- система показателей финансовой результативности слияний и поглощений, включающая показатели эффективности, финансовой устойчивости, инвестиционной привлекательности, характеризующие синергетический эффект и эффективность сделки слияния/поглощения, а также их критериальные значения;

- модель оценки финансовой результативности сделок слияний/поглощений;

- рекомендации по применению метода реальных опционов в случае высокой степени неопределенности финансовых результатов сделки по слиянию/поглощению;

- предложения по использованию контроллинга в постинтеграционном периоде для достижения финансовой результативности сделки слияния и поглощения.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ, проводимых ФГБОУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с Тематическим планом НИР на 2011г. по теме: «Финансовые механизмы экономического роста на микроуровне».



Основные положения и результаты исследования докладывались на IV Всероссийской конференции молодых ученых и специалистов «Будущее машиностроения России» (Московский государственный технический университет имени Н. Э. Баумана; Москва, 28 сентября - 01 октября 2011г.); на заседании круглого стола "Корпоративные финансы: теория, методология, практика", проводимом кафедрой "Финансовый менеджмент" (ФГОБУВПО "Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации", Москва, 25 апреля 2012г.)

Отдельные разработки и рекомендации, содержащиеся в диссертации, нашли практическое применение в деятельности компании ЗАО "Фармацевт", в частности:

1. Модель оценки финансовой результативности сделок слияний/поглощений, а также система показателей финансовой результативности слияний/поглощений и их критериальные значения, которые позволяют пошагово формировать и оценивать финансовую результативность, что, соответственно, увеличивает возможности прогнозирования сделки и достижения ее заданных целей. Использование данной модели включено в корпоративный регламент проведения сделок слияний/поглощений.

2. Рекомендации по применению метода реальных опционов в случае высокой степени неопределенности финансовых результатов сделки слияния/поглощения. Данные разработки автора были использованы при оценке стоимости одной из планируемых сделок по слиянию и позволили обосновать цену сделки.

3. Рекомендации по формированию контроллинга в постинтеграционном периоде, поскольку именно тогда проявляются фактические результаты, которые прогнозировались на стадии планирования и осуществления сделки. Отдельные рекомендации автора, в частности, внедрение полноценной сбалансированной системы показателей, а также разработка критериев оценки степени достижения заданных целей, включены в концепцию развития компании в качестве направления повышения эффективности системы управления и повышения прозрачности деятельности компании для инвесторов.

Материалы исследования также используются кафедрой «Финансовый менеджмент» Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Финансовый менеджмент» и «Инвестиционная стратегия». Данная диссертационная работа явилась основой учебной дисциплины "Реорганизация бизнеса: слияния и поглощения" для бакалавров, обучающихся по направлению 080200.62 «Менеджмент», а также разработки рабочей программы данной дисциплины. Материалы диссертации используются в процессе преподавания данной дисциплины: теоретические и практические материалы - при чтении лекций, эмпирический материал - при проведении практических и семинарских занятий, а также самостоятельной работы студентов.

Результаты внедрения подтверждены справками о внедрении.

**Публикации по теме диссертации.** По теме диссертации опубликовано 3 работы общим объемом 1,69 п.л. (весь объем авторский), в том числе 2 работы авторским объемом 1,13 п.л. опубликованных в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России.

**Структура и объем работы** обусловлены целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка включающего 123 наименования и приложений. Основной текст диссертации изложен на 152 страницах, содержит 33 таблицы и 7 рисунков.

Название разделов	Наименование параграфов	Количество		
		таблиц	рисунков	приложений
Введение				
Глава 1. Теоретические основы определения финансовой результативности корпоративных слияний и поглощений	1.1. Слияния и поглощения как направление стратегического развития компаний	1	3	-
	1.2. Система показателей финансовой результативности корпоративных слияний и поглощений	4	1	1
	1.3. Финансовое управление корпоративными слияниями и поглощениями	-	-	-
Глава 2. Анализ финансовой результативности слияний и поглощений на примере компаний роз-	2.1. Финансово-экономические особенности функционирования компаний розничной торговли фармацевтическими товарами	6	1	-

ничной торговли фармацевтическими товарами	2.2. Определение инвестиционной привлекательности компаний для слияний и поглощений	-	-	-
	2.3. Оценка финансовой результативности слияний и поглощений	12	-	-
Глава 3. Направления повышения финансовой результативности при слияниях и поглощениях	3.1. Методы минимизации финансовых рисков при проведении слияний и поглощений	5	-	-
	3.2. Контроллинг как инструмент повышения финансовой результативности слияний и поглощений в постинтеграционный период	5	2	1
Заключение		-	-	-
Список литературы		-	-	-

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертационной работе рассмотрены три основные группы проблем.

**Первая группа проблем** связана с исследованием особенностей определения финансовой результативности слияний и поглощений как направления стратегического развития (роста) компании.

В соответствии с российским законодательством и действующей практикой, в том числе мировой, слияния (присоединения) и поглощения рассматриваются как направления реорганизации и реструктуризации бизнеса, направленные на его расширение и заключающиеся в передаче собственниками (акционерами) одного юридического лица своих прав собственникам (акционерам) другого, что не всегда сопровождается их реорганизацией в соответствии с ГК РФ. Происходящая смена собственников отражается, прежде всего, на уровне контроля над финансовыми потоками и финансово-экономической деятельностью компаний.

Выявление сущностных признаков, а также исследование различных теорий мотивации менеджеров компаний (синергии, «гордыни», агентских издержек, свободных потоков денежных средств и др.) позволяет рассматривать слияния и поглощения, во-первых, в качестве инструмента корпоративной стратегии роста компании, предусматривающей в качестве целей: повышение эффективности дея-

тельности; рост капитализации и стоимости компании; рост ресурсной базы (в том числе финансовых ресурсов и капитала), во-вторых, в качестве стратегии акционеров (управляющих своим капиталом) и менеджеров (управляющих своим статусом и доходами).

Следует отметить, что большинство ученых и практиков наиболее эмпирически обоснованной признают теорию синергии, а преобладающим мотивом при осуществлении слияний и поглощений - получение синергетического эффекта в результате:

- увеличения доходов (за счет расширения продуктового ряда, увеличения доли рынка и выхода на новые растущие рынки, диверсификации бизнеса, роста цен при получении стратегического преимуществ и др.);

- снижения затрат (в результате экономии на масштабах за счет централизации функций, увеличения операционного и финансового рычагов и др.);

- совершенствования технологии и процессов объединенной компании, что в итоге обеспечивает повышение доходов или сокращение затрат;

- прироста стоимости акций объединенной компании за счет переоценки или недооценки акций компании-цели.

В диссертации в качестве синергетического эффекта также рассматривается финансовое оздоровление объединенной компании в случае низкой инвестиционной привлекательности, наличия угрозы банкротства или потери части активов компании-покупателя.

Таким образом, все существующие мотивы проведения слияний и поглощений можно свести к следующим: доходный, затратосберегающий и антикризисный. Они в совокупности определяют конечный финансовый результат (эффект) сделки и ее финансовую результативность.

Под финансовой результативностью слияний и поглощений в работе понимается степень достижения запланированных финансовых результатов в качестве финансовых целей, определяемых участниками сделки.

В работе предложена система показателей финансовой результативности, находящихся во взаимосвязи друг с другом и образующих определенную целостность и единство. Все показатели объединены в четыре группы: 1) эффективности

(показатели рентабельности - ROE, ROA, EPS и др., и деловой активности); 2) финансовой устойчивости (коэффициент автономии, финансовый леверидж, коэффициент маневренности, коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными средствами и др.); 3) инвестиционной привлекательности (рыночная капитализация, P/E); 4) характеризующие синергетический эффект и эффективность сделки слияния/поглощения. Эти показатели разработаны автором, а также предложены формулы их расчета и определены критериальные значения (табл. 1).

Таблица 1 - Показатели, характеризующие синергетический эффект и финансовую результативность сделки слияния/поглощения

№ п/п	Показатель	Наименование показателя	Формула расчета	Обозначение составляющих
1	СЭ <sub>пр</sub>	Приведенная величина синергетического эффекта	$V - (V_{\Pi} + V_{Ц})$	СЭ <sub>пр</sub> - приведенная величина синергетического эффекта,
2	ЧСЭ	Чистый синергетический эффект	СЭ <sub>пр</sub> - E или $СЭ_{пр} + V_{Ц} - V_{СД} - E_{Т}$	V - стоимость объединенной компании, V <sub>Π</sub> - стоимость компании-покупателя, V <sub>Ц</sub> - стоимость компании-цели, V <sub>СД</sub> - оплата продавцу за компанию-цель (цена сделки), E - издержки процесса слияния/поглощения для компании-покупателя, E <sub>Т</sub> - транзакционные издержки компании-покупателя,
3	K <sub>Ц/С</sub>	Соотношение цены сделки и стоимости компании-цели	$V_{СД}/V_{Ц}$	ЧСЭ - чистый синергетический эффект
4	K <sub>Эи</sub>	Соотношение приведенной величины синергетического эффекта и суммы издержек слияния/поглощения	СЭ <sub>пр</sub> /E	
5	K <sub>чс</sub>	Соотношение суммы превышения цены сделки над стоимостью компании-цели и суммы чистой синергии	$(V_{СД} - V_{Ц})/ЧСЭ$	
6	Критериальные значения показателя K <sub>чс</sub>			
	K <sub>чс</sub> > 1	синергетический эффект более чем на 50% распределяется в пользу компании-цели		
	K <sub>чс</sub> = 1	синергетический эффект распределяется в одинаковых пропорциях между компанией-покупателем и компанией-целью		
	0 < K <sub>чс</sub> < 1	синергетический эффект более чем на 50% распределяется в пользу компании-покупателя		

Предложенная система показателей финансовой результативности позволяет: идентифицировать цели всех участников слияния и поглощения; выявлять и управлять факторами, влияющими на получение финансового результата и финансовой результативности для каждого участника слияния и поглощения, а так-

же на каждом этапе этого процесса; анализировать эффективность этого процесса, как в целом, так и поэтапно, с позиции формирования, накопления и управления финансовыми ресурсами, капиталом, денежными потоками компаний, участвующих в слияниях и поглощениях.

Слияния и поглощения, как инструменты корпоративной стратегии внешнего роста, обуславливают особенности финансового управления, а именно:

- необходимость определения баланса долгосрочных и краткосрочных финансовых целей, поскольку существует риск необоснованного выбора краткосрочных или долгосрочных преимуществ слияния и поглощения;

- оценку финансовой результативности компании-цели как кандидата для слияния и поглощения, а также ожидаемой финансовой результативности объединенной компании после проведения сделки для определения того, насколько слияние (поглощение) будет способствовать достижению установленных показателей;

- выбор метода оценки стоимости компании. По мнению автора наиболее предпочтительным является метод расчета средневзвешенной, поскольку позволяет учесть недостаток всех остальных методов - одновариантность расчетов;

- определение ставки капитализации;

- денежно-финансовое прогнозирование, поскольку практически все методы оценки стоимости компании в той или иной степени основаны на прогнозных данных;

- планирование транзакционных издержек компании-покупателя, поскольку они оказывают непосредственное влияние на величину чистого синергетического эффекта;

- учет налогообложения, которое при осуществлении слияния и поглощения следует рассматривать в двух аспектах: во-первых, возможность обеспечить налоговую оптимизацию для объединенной компании за счет уменьшения налоговой базы по налогу на прибыль, во-вторых, выбор формы структурирования сделки, каждая из которых имеет свои налоговые последствия;

- метод финансирования сделки слияния и поглощения, который будет определять финансовую структуру объединенной компании, ее долговую нагрузку,

возможные источники финансирования будущего роста и, соответственно, влиять на будущую финансовую результативность;

- установление стартовой (первоначальной) цены предложения за компанию-цель на основе определения минимальной и максимальной цены сделки.

**Вторая группа проблем** связана с разработкой и апробацией модели оценки финансовой результативности слияний/поглощений на примере компаний розничной торговли фармацевтическими товарами в России.

В настоящее время розничная торговля фармацевтическими товарами представлена следующими типами организаций<sup>3</sup>:

- аптечные сети (национальные, межрегиональные и региональные) (табл. 2);

Таблица 2 - Рейтинг национальных и межрегиональных аптечных сетей в Российской Федерации<sup>4</sup>

№ п/п	Аптечные сети	Местонахождение головного офиса	2009 год		1 квартал 2011 г.		Доля рынка по объему продаж, %	
			Рейтинг	Количество аптек	Рейтинг	Количество аптек	2009 г.	2010 г.
I	Национальные аптечные сети							
1	Аптеки 36.6	Москва	1	1019	1	990	3,16	2,53
2	Ригла	Москва	2	578	2	638	2,28	2,44
II	Межрегиональные аптечные сети							
3	Имплозия	Самара	2	679	1	677	1,65	1,42
4	Фармакор	С.-Петербург	1	406	2	402	1,83	1,7
6	Радуга	С.-Петербург	3	516	3	499	0,91	0,81
7	Фармаимпекс	Ижевск	10	222	4	270	0,73	1,11
8	Мелодия здоровья	Новосибирск	4	174	5	232	нд	нд
9	Доктор Столетов	Москва	5	42	6	393	0,92	0,83
10	Биотэк	Москва	7	392	7	349	нд	нд
11	Вита	Самара	8	316	8	360	0,95	0,81
12	Здоровые люди	С.-Петербург	6	227	9	201	нд	нд
13	Первая помощь	С.-Петербург	9	160	нд	нд	нд	нд

- одиночные аптеки (аптеки, аптечные пункты, аптечные киоски), доля которых менее 20% общего количества розничных аптечных организаций;

<sup>3</sup> По данным Российской ассоциации аптечных сетей (РААС) сейчас в стране работает более 5600 аптечных организаций.

<sup>4</sup> По данным ЦМИ Фармэксперт - Аналитика и Консалтинг, 2011 г. - <http://www.pharmexpert.ru/analvtics/11/2260/>

- аптечные сети ассоциативного типа - объединения независимых одиночных аптек - Ассоциация независимых аптек (АСНА), которые становятся все более заметными на российском рынке (в 2011 г. - до 700 аптек).

По форме собственности розничные аптечные организации являются государственными, муниципальными и частными. При этом доля первых двух имеет устойчивую тенденцию к сокращению (в частности, только за период с 2001 по 2011 гг. с 78,1% до 15%).

В процессе проведения анализа были определены основные тенденции развития розничных аптечных сетей в России, а именно: консолидация и укрупнение за счет слияний и поглощений, продолжающийся процесс формирования национальных и межрегиональных аптечных сетей и ужесточение конкуренции между ними; сохранение государственного и муниципального сектора в розничных аптечных сетях, однако, при уменьшении его доли в результате сокращения бюджетного финансирования; сохранение одиночных аптек при проведении грамотной маркетинговой и финансовой политики; активная вертикальная интеграция отечественных дистрибьюторов в розничный бизнес; диверсификация аптечного бизнеса, ребрендинг отдельных аптечных сетей; возрастание налоговой нагрузки.

Инвестиционная привлекательность компаний розничной торговли фармацевтическими товарами для слияний и поглощений в работе рассмотрена по следующим направлениям: типу розничной аптечной организации в качестве компании-цели; организационно-правовой форме компании-цели и форме реструктуризации; формам оплаты сделки слияния и поглощения.

В работе рассмотрена инвестиционная привлекательность всех типов розничных аптечных организаций и основные их преимущества для слияний и поглощений:

- одиночных аптек и возможные варианты их интеграции (объединение с аптечной сетью, выбор которой зависит от величины коммерческой выгоды, степени независимости и влияния на головную компанию; консолидация на условиях франчайзинга и работа под брендом аптечной сети при установленных требова-



ниях и ограничениях по ведению бизнеса; консолидация на условиях партнерства под полным контролем головной компании);

- аптечных сетей, которые являются инвестиционно привлекательными для дистрибьюторских компаний, национальных и межрегиональных аптечных сетей для выхода в регионы;

- аптечных сетей, которые являются инвестиционно привлекательными для крупнейших российских инвесторов, в частности, продуктовых сетевых ритейлеров;

- крупных аптечных сетей, которые являются инвестиционно привлекательными для иностранных инвесторов.

Для формирования финансовой результативности слияний и поглощений и выявления основных определяющих ее факторов в работе предложена модель оценки финансовой результативности сделки слияния и поглощения, включающая пять этапов: оценку инвестиционной привлекательности компаний; определение стоимости компании-покупателя и компании-цели как самостоятельных юридических лиц; определение стоимости объединенной компании с учетом синергии; оценку эффективности функционирования объединенной компании; оценку финансовой результативности осуществления сделки. Апробация модели проведена на примере дружественного поглощения ОАО «Аптечная сеть 36,6» (компания-покупатель) компании ООО «Три фарма» (компания-цель), осуществляющих свою деятельность в секторе розничной торговли фармацевтическими товарами. Оценка финансовой результативности сделки осуществлялась по разработанным автором показателям.

Проведенный инвестиционный анализ показал низкую эффективность деятельности и неустойчивое финансовое состояние компании-покупателя, и наоборот - высокую эффективность и устойчивое финансовое состояние у компании-цели.

Оценка стоимости компаний была проведена с использованием метода расчета средневзвешенной. В качестве составляющих были взяты три метода оценки на основе чистых активов (затратный подход), а именно: текущей прибыли при сохранении текущих условий; текущей прибыли при определении периода ис-

пользования гудвилла (деловой репутации); модифицированной модели Ольсона. Эти же методы использовались и для определения стоимости объединенной компании с учетом синергии (табл. 3).

Таблица 3 - Показатели финансовой результативности осуществления сделки слияния

№ п/п	Показатель	Обозначение	Значение показателя, тыс. долл.
<b>I</b>	Исходные данные		
1.1	Стоимость объединенной компании	V	626 364,9
1.2	Суммарная стоимость компаний до слияния	$V_{\Pi} + V_{Ц}$	647 301
1.3	Стоимость компании-цели	$V_{Ц}$	7 597
1.4	Цена сделки	$V_{СД}$	20 000
1.5	Транзакционные издержки компании-покупателя	$E_T$	150,0
1.5	Премия, выплачиваемая собственникам компании-цели	P	12 403
<b>II</b>	Показатели финансовой результативности		
2.1	Приведенная величина синергетического эффекта	$CЭ_{пр}$	(20 936,1)
2.2	Чистый синергетический эффект (стр. 2.1 + стр. 1.2 - стр. 1.3 - стр. 1.4)	$ЧСЭ$	(33 489,1)
2.3	Издержки процесса слияния (стр. 2.1 - стр. 2.2)	E	12 553
2.4	Соотношение приведенной величины синергетического эффекта и суммы издержек слияния (стр. 2.1/стр. 2.3)	$K_{Эи}$	(1,67)
2.5	Соотношение цены сделки и стоимости компании-цели (стр. 1.3/стр. 1.2)	$K_{Ц/С}$	2,63
2.6	Соотношение суммы превышения цены сделки над стоимостью компании-цели и суммы чистой синергии (стр. 1.5/стр. 2.2)	$K_{ЧС}$	(0,37)

Расчеты показали, что стоимость объединенной компании ( $V_{СД}$ ) меньше суммарной стоимости компании-покупателя ( $V_{\Pi}$ ) и компании-цели ( $V_{Ц}$ ) до слияния ( $626\,364,9 < 647\,301$ ), что свидетельствует: во-первых, об отсутствии синергетического эффекта (- 20 936,1), во-вторых, о преобладании отрицательных факторов формирования синергетического эффекта (генерируемых ОАО «Аптечная сеть 36.6») над положительными (генерируемых ООО «Три фарма»).

По прогнозам деятельность объединенной компании улучшится (существенно повысится рентабельность, оборачиваемость всех видов ресурсов и капитала), однако финансовая устойчивость останется практически на прежнем уровне. Более того, финансовая результативность проведенной сделки является отрицательной, поскольку: 1) отсутствует чистый синергетический эффект, 2) осуществлена переплата собственникам компании-цели (более чем в 2,6 раза). Максимальная цена сделки при наличии минимальной положительной приведенной вели-

ны синергетического эффекта в данном случае должна соответствовать стоимости компании-цели, рассчитанной по методу средневзвешенной (не более 7180,9 тыс. долл.).

**Третья группа проблем** связана с выявлением основных направлений повышения финансовой результативности сделок слияний/поглощений.

Практика осуществления корпоративных слияний и поглощений показывает необходимость идентификации и управления многочисленными рисками, возникающими при проведении слияний и поглощений.

В работе выделены и рассмотрены четыре основные группы факторов риска, обуславливающих неэффективность слияний и поглощений, а также методы их снижения:

1) сознательные действия менеджеров компании-покупателя (мотивацию которых объясняет *теория «гордыни»*);

2) неправильная оценка синергии и рисков на стадии планирования и подготовки сделки: риски, связанные с формированием стратегии; риски, связанные с оценкой сделки; риски, связанные с проведением интеграционного процесса; риски, возникающие в процессе переговоров;

3) ошибки во время и сразу после проведения сделки: риски, связанные с акционерным капиталом; связанные с деятельностью компаний (инфраструктурные; финансовые, операционные); риски взаимодействия с внешней средой; риски перераспределения корпоративного управления и перераспределения корпоративного контроля;

4) недостатки в планировании и организации постинтеграционных процессов объединенной компании, когда проявляются реальные показатели ее деятельности.

В работе выделены риски, которые возникают для участников слияний и поглощений при их проведении на территории России: риски возрастания налоговой нагрузки (прямые и косвенные); отсутствие открытой информации о сделках слияний и поглощений либо аналогичных сделках на рынке, что обуславливает невозможность применения рыночного подхода к оценке; отсутствие или недостоверность открытой информации о деятельности компаний - потенциальных участников слияний и поглощений; неразвитость института профессиональных

консультантов по слияниям и поглощениям, а также недостаточный их опыт и квалификация; неразвитость правовых институтов и законодательства; низкие стандарты корпоративного поведения и др.

Одним из методов управления рисками в условиях их многообразия и неопределенности является метод реальных опционов, который с большей гибкостью (по сравнению с DCF) позволяет учесть фактор неопределенности будущего, дает возможность реагировать на изменения окружающей среды и оценивать скрытые потенциальные возможности объекта исследования.

Учитывая конкурентные преимущества опционального подхода, предлагается использовать его не как заместителя применяемых методов оценки стоимости компаний и синергетического эффекта, а для уменьшения риска при принятии решения о слиянии и поглощении. Поскольку реальные опционы хеджируют проекты, то они реально подходят для страхования сделок по слиянию и поглощению, прежде всего, по финансированию сделки (опцион на обязательства по финансированию сделки с третьим лицом). Следует отметить, что применение реального опциона рассчитано на смягчение последствий только пессимистического сценария. При проявлении оптимистического и наиболее вероятного сценариев (и, соответственно, не использовании реального опциона) текущие стоимости просто уменьшаются на цену приобретения реального опциона (cool-цена).

Проведенные в работе расчеты использования реального опциона для сделки по слиянию компании ОАО «Аптечная сеть 36,6» и ООО «Три фарма» показали выгоду его использования, однако очень малую вероятность приобретения реального опциона на такую большую сумму (табл. 4).

Таблица 4 - Варианты NPV от реализации сделки по слиянию ОАО «Аптечная сеть 36,6» и ООО «Три фарма» при использовании реального опциона

№ п/п	Показатели	Данные для расчета	Результат, тыс. долл.
I	Сценарий	Вероятность сценария	NPV
1.1	Пессимистический	0,16	- 10 097
1.2	Наиболее вероятный	0,68	17000 - 18 000
1.3	Оптимистический	0,16	20 000
1.4	Средневзвешенный NPV	1,0	13 824
II	Цена приобретения реального опциона (cool-цена):		3 160
2.1	- цена исполнения реального опциона, тыс. долл.	20 000	

2.2	- срок опциона	5 лет	
III	Стоимость компании-цели при неиспользовании реального опциона в случае наступления оптимистического сценария ( $NPV_{\text{опц.опт}}$ )	-	16 840
IV	Стоимость компании-цели при неиспользовании реального опциона в случае наступления вероятного сценария ( $NPV_{\text{опц.н.в}}$ )	-	14 840
V	Стоимость компании-цели при неиспользовании реального опциона в случае наступления оптимистического сценария ( $NPV_{\text{опц.пес}}$ )	-	817
VI	Средневзвешенная стоимость компании-цели с учетом приобретения реального опциона ( $NPV_{\text{опц}}$ )	-	12 916

Следует отметить, что процесс слияния и поглощения не заканчивается завершением сделки, очень важными являются постинтеграционные процессы, поскольку именно тогда проявляются фактические результаты, которые прогнозировались на стадии планирования и осуществления сделки. Так, проведенные расчеты финансовой результативности деятельности компании ОАО «Аптечная сеть 36.6» после слияния в первый постинтеграционный период показали, что компания достигла прогнозируемой выручки, обеспечила снижение себестоимости, однако в целом деятельность компании в сегменте розничных продаж осталась убыточной, соответственно, снизились чистые активы, не были достигнуты прогнозируемые показатели рентабельности. В тоже время все показатели деловой активности и финансовой устойчивости, хотя и не достигли прогнозируемых значений, но были выше соответствующих показателей ОАО «Аптечная сеть 36.6» до слияния. Это еще раз подтверждает вывод о необходимости формирования финансовой результативности после сделки.

В качестве инструмента обеспечения достижения финансовой результативности в постинтеграционный период автор предлагает рассматривать контроллинг, понимая под ним комплексную систему управления компанией, направленную на координацию взаимодействия систем менеджмента и контроля их эффективности, а также его составную часть - финансовый контроллинг как систему управления финансами и контроль ее эффективности в компании.

Исходя из этой позиции все постинтеграционные процессы в ОАО «Аптечная сеть 36.6» рассмотрены именно исходя из сущности контроллинга, а именно:

- установление целей;
- прогнозирование и планирование (бюджетирование);
- система информационных потоков;
- мониторинг;
- контрольные функции, в том числе предварительный контроль, текущий контроль и мониторинг внешней и внутренней среды компании, заключительный контроль;
- анализ как метод исследования финансовых прогнозов, планов, бюджетов, результатов и отклонений на основе полученных данных;
- рекомендации для принятия управленческих решений на основе мониторинга, контроля и анализа.

По результатам проведенного анализа был сделан вывод о том, что в компании ОАО «Аптечная сеть 36.6» создана система финансового контроля, однако полноценная система контроллинга отсутствует. Даны рекомендации по его формированию, в частности:

- на данном этапе развития компания должна контролировать рост доходов от операционной деятельности, но уже в сравнении с показателями рентабельности и управления активами (ROI, ROA, ROIC, рентабельность продаж), наличие остаточной прибыли (в частности, экономической добавленной стоимости);
- целесообразно внедрение полноценной сбалансированной системы показателей, а также разработка критериев оценки степени достижения заданных целей.

Таким образом, использование предложенных в работе теоретико-методических аспектов определения, обеспечения и повышения финансовой результативности, апробированных на примере российских компаний розничной торговли фармацевтическими товарами, может способствовать повышению финансовой результативности слияний и поглощений в других видах бизнеса, что в итоге будет положительно влиять на развитие экономики России в целом.

## Публикации по теме диссертации

### Статьи в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России:

1. Назарян В. А. Оценка рисков при слиянии и поглощении розничных предприятий фармацевтической промышленности [текст] / В. А. Назарян //Иновации и инвестиции. - 2008. - №3. - С. 66-70. (0,5 п.л.)
2. Назарян В. А. Концепция оценки финансовой результативности слияний и поглощений предприятий на примере розничного сектора фармацевтической промышленности России [текст] / В. А. Назарян //Сегодня и завтра Российской экономики. - 2009. - №27. - С. 100-106.(0,63 п.л.)

### Статьи в других научных журналах:

3. Назарян В. А. Контролинг как инструмент повышения финансовой результативности в постинтеграционный период (на примере слияния ООО "Три Фарма и "Аптечная сеть 36,6") [текст] / В. А. Назарян //Финансы. Деньги. Инвестиции. - 2011. - №4(40). - С. 18-21.(0,56 п.л.).