

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

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

доктор экономических наук, доцент
Бакулина Анна Александровна

Москва – 2020

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЛИЯНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ	16
1.1 Основные факторы, влияющие на стоимость компании в сделках по слиянию и поглощению	16
1.2 Финансово-экономические аспекты сделок слияния и поглощения.....	31
1.3 Синергетический эффект сделок слияния и поглощения: понятие, анализ, классификация	44
ГЛАВА 2 ОСОБЕННОСТИ КОМПАНИЙ НЕБАНКОВСКОГО ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА ПО СДЕЛКАМ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ	59
2.1 Анализ практического опыта слияния и поглощения компаний на российском и международном рынках	59
2.2 Комплексный анализ эффективности сделок по слиянию и поглощению на примере российского бизнеса	74
2.3 Анализ методов оценки синергетических эффектов при слиянии и поглощении компаний	88
ГЛАВА 3 СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОСНОВ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ	105
3.1 Развитие методического инструментария: основные принципы построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения	105
3.2 Алгоритм оценки результативности сделок слияния и поглощения.....	121
3.3 Разработка методики стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения	136
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	151
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	154
ПРИЛОЖЕНИЕ А Семантический анализ понятий слияния и поглощения	172

ПРИЛОЖЕНИЕ Б Анализ рынка слияния и поглощений с использованием платформы bloomberg	174
ПРИЛОЖЕНИЕ В Расчет показателей ликвидности и рентабельности компании ооо «регион групп лизинг».....	175

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Интеграция компаний, как способ повышения доходности бизнеса, является наиболее распространенным явлением в экономике России в последние годы. Данный факт обуславливается тем, что внутренний рост компании ограничивается объемом ее активов, тогда как внешний - путем интеграции и позволяет расширить как бизнес в целом, так и приводит к повышению инвестиционного потенциала компании. Усиление экономической концентрации приводит к сосредоточению капитала в одном субъекте хозяйственной деятельности, в одной компании, что приводит к созданию финансовой стабильности организации и повышает ее экономический потенциал в условиях конкурентной среды.

Процесс глобализации стал следствием активного роста финансового сектора, что привело к увеличению количества сделок по слиянию и поглощению, в которых одна или две ее стороны представлены публичными акционерными обществами. Анализ слияний и поглощений компаний финансового сектора обуславливается рядом причин. Во-первых, финансовый сектор занимает одну из лидирующих позиций по объему сделок на рынке слияний и поглощений. Во-вторых, существующие методики оценки синергетического эффекта рассматривают преимущественно компании промышленной отрасли и строят алгоритм оценки непосредственно на определении таких мотивов сделки, как снижение затрат на материалы, запасы, повышение эффективности технологического и производственного процесса, тогда как деятельность финансовых компаний строится на предоставлении услуг и на активном маневрировании заемными средствами. Таким образом, необходимым является выделение и учет тех факторов, которые приводят к образованию синергетического эффекта, возникающего при слиянии и поглощении компаний небанковского финансового сектора.

Несмотря на тот факт, что подходы и методы к оценке стоимости бизнеса достаточно хорошо изучены, процедура определения стоимостного значения синергетического эффекта исследована не в полной мере, поскольку синергизм следует определять не на дату фактического осуществления интеграции, а учитывать его с учетом времени, которое понадобится объединенной компании на адаптацию к интегрированным мощностям нового бизнеса.

Отличительной чертой сделок слияния и поглощения является их результативность, которая зависит от качественно проведенного стратегического планирования сделки на прединтеграционном этапе, начинающегося с определения ключевых усилителей (активов, способных повысить конкурентные преимущества компании, диверсифицировать бизнес и т.д.) и компенсаторов (активов, использование которых позволит устранить компании свои слабости: снизить издержки, решить проблемы повышения эффективности бизнеса и т.д.). На основе триггеров сделки происходит выбор компании-цели и определение потенциального значения синергетического эффекта, который представляется для компании-покупателя возможным к получению при объединении. Далее, компания-цель принимает или отклоняет предложенные условия. В случае принятия условий начинается процедура интеграции: происходят объединение или ликвидация структурных подразделений компании, реорганизация юридического лица (в случае слияния), изменение состава активов. Из вышеизложенного следует, что в дальнейшем на сам процесс слияния и поглощения повлиять практически невозможно, управление сделкой происходит на основе плана, разработанного в ходе дью-дилидженса, и, если потенциальный синергетический эффект был оценен неверно, то есть не были учтены принципы оценки бизнеса, принципы построения синергетического эффекта, неверно определены сферы возникновения синергизма, то компания сможет увидеть негативный эффект от интеграции только после фактического объединения компаний, после того, как были понесены денежные и трудовые затраты на проведение интеграции.

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 внимание 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). Особого внимание 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 предопределена 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 непроработанностью 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 раскрываются 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 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: классификации и группировки, синтеза, обобщения, дедукции, индукции 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 оценочной деятельности, Международные стандарты финансовой отчетности в области учета активов при сделках слияния и поглощения, Международные стандарты оценки, сетевое издание «Информационный ресурс СПАРК», 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 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» в рамках IX Всероссийского Фестиваля науки (Москва, Финансовый университет, 12 октября 2019 г.); на Круглом столе Абалкинских чтений «Экономический рост России» «Россия и Китай: стратегия взаимодействия» (Москва, Вольное экономическое общество России, 12 сентября 2019 г.); на Международной научно-практической конференции «Внешние вызовы и риски для России в условиях перехода мирового сообщества к полицентризму: экономика, финансы и бизнес» в рамках IV Международного форума Финуниверситета «Рост или рецессия: к чему готовиться?» (Москва, Финансовый университет, 27 ноября, 2019 г.).

Материалы 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 Небанковской кредитной организации акционерного общества «Национальный расчетный 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. Результаты исследования при использовании в практической работе 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 способствуют повышению эффективности оценочной деятельности при осуществлении сделок по интеграции.

Результаты исследования внедрены в практическую деятельность НКО «Национальный Клиринговый Центр» (АО), 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 использовании в практической работе позволяют повысить уровень достоверности оценки стоимости потенциального и фактического значения синергетического эффекта от сделок слияния и поглощения.

Апробация и внедрение 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 работы определена 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.

ГЛАВА 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЛИЯНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

1.1 Основные факторы, влияющие на стоимость компании в сделках по слиянию и поглощению

В последние годы в мировой экономике происходит активная консолидация компаний [80]. Ввиду усиления конкуренции, расширения предлагаемых товаров, работ и услуг, компании небанковского финансового сектора вынуждены диверсифицировать бизнес и заниматься поиском новых источников привлечения капитала. Наиболее целесообразным и эффективным средством для повышения доходности компании является осуществление процедуры интеграции (сделки слияния и поглощения).

Сделки по слиянию и поглощению оказывают значительное влияние на стоимость компаний, причем выгода от этих сделок может распространяться на обе стороны – как на компанию-покупателя, так и на компанию-продавца, что делает данную процедуру особенно привлекательной.

Однако на практике [48] нередко встречаются случаи, когда продажа осуществляется на невыгодных для компании-продавца условиях, возникших из-за необходимости ускоренной и вынужденной реализации, и, повлекших, как следствие, недооценку компании. В таком случае компания-покупатель сделки может нести значительные риски, которые строятся на основе причин ускоренной реализации компании-цели.

Потребность в оценке стоимости бизнеса сопряжена со всеми этапами сделок слияния и поглощения. Поскольку уже на предварительном этапе сделки необходимо определить, насколько ценна поглощаемая компания, как с точки зрения рынка (рыночная стоимость), так и компании-покупателя (инвестиционная стоимость). Более того, определение стоимости является основной частью процедуры сделки по слиянию и поглощению.

Миноритарные акционеры компании-цели в большинстве своем могут продать свои акции по стоимости, определенной заранее, либо произвести их конвертацию в акции объединенной организации. Таким образом, привлечение независимого оценщика требуется как для определения коэффициента конвертации с целью перехода на единую акцию, так и для выкупа у миноритарных акционеров. Тем не менее, даже незначительные ошибки и некорректное определение стоимости способны привести к возникновению серьезных проблем при реализации сделок M&A.

Таким образом, понимание стоимости компании и факторов, влияющих на нее, – стратегически важная задача для обеих сторон сделки, и, в частности, для покупателя, направленная на достижение взаимовыгодной сделки.

Процесс оценки стоимостных факторов включает в себя многоступенчатые процедуры определения и измерения условий, причин, параметров и показателей, оказывающих влияние на стоимость компании. Осуществление данной процедуры является целесообразным, в первую очередь, для компании-покупателя, однако реализация затруднена тем, что обе стороны сделки, как правило, действуют в условиях асимметричной информации. Асимметрия информации возникает в том случае, когда компания-покупатель недостаточно информирована реальной (рыночной, инвестиционной или справедливой) стоимости компании-цели.

Факторы, влияющие на стоимость компании небанковского финансового сектора, нередко на практике [41] называют факторами стоимости или ценообразующими факторами. По сути, они могут представлять собой некоторые переменные, которые тем или иным образом увеличивают или уменьшают стоимость бизнеса. Следует отметить, что для понимания уровня их влияния на стоимость компании необходимо учитывать степень их значимости.

К основным факторам, которые оказывают влияние на стоимость бизнеса, относятся риск, выраженный в средневзвешенной стоимости капитала, и величина денежного потока, генерируемого бизнесом.

Упрощенную цепочку создания стоимости можно представить через следующий алгоритм:

Маржа прибыли (как правило, рассматривается маржа EBITDA) – доходы за вычетом расходов иллюстрируют маржу прибыли для каждого рубля, приходящегося на объем продаж;

Доходы в зависимости от активов отображают достигнутый объем продаж в сравнении с затраченными ресурсами, делая возможным проанализировать эффективность использования активов;

Маржа и оборачиваемость, в совокупности, приводят к чистому денежному потоку на инвестированный капитал, который представляет собой денежный доход собственников заемного и собственного капитала;

В зависимости от внутренней и внешней среды компании определяются затраты на заемный и собственный капитал;

Приток чистого денежного потока компании для поставщиков заемного и собственного капитала дисконтируется или капитализируется по ставке WACC, которая представляет собой совокупные затраты на заемный и собственный капитал, позволяя получить операционную (внутреннюю) стоимость компании.

Ключевым элементом формирования стоимости компании является определение тех стратегий, которые с высокой долей эффективности способствуют максимизации чистого денежного потока и приводят к снижению уровня риска. Стратегия слияний и поглощений является стратегией неорганического роста, но при этом более рискованной и предоставляет возможности для активного роста компаний, укрепления конкурентной позиции, и способствует выходу компании как на новые отраслевые, так и на географические рынки.

При рассмотрении компаний, которые выступают действительными или потенциальными участниками в сделке слияния и поглощения, подразделениям компаний, на которых возложена функция менеджмента, необходимо качественно осуществлять процесс управления стоимостью

подотчетного бизнеса на протяжении всего жизненного цикла компании в разрезе поставленных целей и задач. Для качественного управления представляется необходимым построить систему факторов стоимости и производить учет данных факторов путем формирования взаимосвязи с конкретными показателями, на основании которых, в дальнейшем, возможно принимать решения [36, с. 151]. Особого внимания заслуживает предпосылка о том, что, чем крупнее компания, чем больше её территориальная и производственная диверсификация, тем большее число факторов необходимо учитывать при определении ее стоимости и тем большие требования предъявляются к эффективности управления.

На каждом уровне организации представляется возможным выделять ряд ключевых факторов стоимости, например, системы экономических, финансовых, инвестиционных показателей. В качестве факторов стоимости могут выступать и нормативные показатели, показатели стоимостной оценки активов (финансовых вложений, имущества, дебиторской задолженности), показатели оценки качества управления (кадрового обеспечения, оценка квалификации, мотивации и т.д.).

Методология определения стоимости любых видов активов всегда основывается на определении основных стоимостных характеристик или факторов, влияющих на стоимость конкретного вида актива. Говоря о сделках слияния и поглощения, крайне важно понимать сформировавшиеся стоимости компании-цели и компании-покупателя к моменту совершения сделки для целей определения стоимости объединенной компании после реализации сделки M&A (сделки слияния и поглощения).

При оценке стоимости бизнеса следует принимать во внимание, что его стоимость строится на совокупности стоимостей всех видов активов компании [41]:

- недвижимого имущества;
- движимого имущества;
- нематериальных активов;

- финансовых вложений;
- материальных запасов.

В теории стоимостной оценки бизнеса [33; 41; 50; 47] существует множество подходов к определению факторов, оказывающих влияние на конечный оценочный результат. В общем виде факторы можно разделить на группы и рассматривать со следующих позиций:

- с позиции сформировавшейся организационной структуры компании, которая рассматривается как фактор влияния на величину денежных потоков организации и существующих рисков;
- с позиции влияния микро- и макроэкономических изменений на стоимость компании, которые формируются совокупностью внешних и внутренних факторов.

С позиции организационной структуры, влияющей на изменение денежных потоков, факторы выделяются в виде различных эффектов, которые могут проявляться в особенности при реализации сделок по слиянию и поглощению.

Эффект монополии возникает в процессе сделок слияния и поглощения, когда прослеживается сокращение количества продавцов, что оказывает непосредственное воздействие на изменение равновесной цены на рынке. Поскольку фундаментальным интересом бизнеса является максимизация прибыли, то сторонам, участвующим в данной сделке, необходимо понимать ее целесообразность. Значительное влияние оказывает соотношение переменных и постоянных издержек, что связано с необходимостью оптимизации величины постоянных издержек при реализации данной сделки, эффективное управление которыми будет обеспечивать наибольший результат.

Кроме того, выделяется эффект, отражающий разницу между рыночной стоимостью компании и стоимостью ее замещения, который проявляется в наглядном отражении возможности приобретения более эффективной компании, чем открытием новой аналогичной. Этот эффект вызван тем, что на

величину денежных потоков, среди прочего, оказывают сильное воздействие такие факторы, как: привлекательность бизнеса в глазах акционеров, потребителей и государства, его репутация на рынке и т.д. Чаще всего данный эффект проявляется при поглощениях.

Налоговый эффект проявляется в необходимости переоценки активов компании-продавца (компании-цели), поскольку нередко встречаются случаи, когда балансовая (остаточная) стоимость активов не соответствует рыночной стоимости, что влечет за собой рост амортизационных отчислений, увеличение налоговой базы и повышение стоимости объектов для целей залога. К данному фактору можно также отнести процесс налоговой оптимизации: повышение рентабельности капитала, инвестированного в активы, путем снижения налоговой нагрузки и одновременным ростом денежных потоков после налогообложения. Подобная оптимизация может быть реализована за счет использования территорий особых экономических зон.

Эффект аккумуляции денежных средств вызван необходимостью организации и ведения активной финансовой, инвестиционной политики в целях инвестирования свободных денежных средств.

С позиции организационной структуры, с точки зрения влияния рисков на стоимость бизнеса, выделяются 6 основных компонентов: руководство компании, финансовая структура, размер компании, клиентская база и ее диверсификация, территориальная и производственная диверсификация, диверсификация риска.

Действия руководства компании и риски, связанные принятием ими управленческих решений, оказывают непосредственное влияние на стоимость, поскольку все ключевые решения по ведению бизнеса, по формированию структуры капитала и т.д. возложены именно на них. Отсюда вытекают финансовые и налоговые риски, а также огромное количество правовых рисков таких, как: договорные, регуляторные, публичные и непубличные.

Руководство компании определяет характеристики, связанные с функционированием системы менеджмента, которая сконцентрирована не только на эффективности текущих бизнес-процессов, но и на достижение стратегических целей. Стратегические цели, в свою очередь, формируются на основании следующих задач:

- выбор основных направлений повышения стоимости, роста финансовых показателей, создания дополнительной стоимости;
- анализ альтернативных вариантов наиболее привлекательных с точки зрения финансовых, экономических параметров.

Особое значение принимает оценка вклада в создании дополнительной стоимости каждым подразделением или филиалом компании. Данный процесс требует определения следующих параметров:

- вклад каждого подразделения в создание дополнительной стоимости;
- определение возможных ограничений в способности к созданию дополнительной стоимости.

Решение данных задач позволит определить наиболее эффективный вариант взаимодействия подразделений в целях увеличения стоимости компании и реализации стратегии. Определение направления взаимодействий структурных единиц компании необходимо учитывать и после осуществления процедуры интеграции и появления объединенной компании для избежания наличия подразделений, выполняющих дублирующие функции и, тем самым, размывающих изнутри эффективность функционирования организационной структуры организации. Выбор стратегии основывается на анализе жизненного цикла компании путем определения критических точек (в качестве которых могут выступать промежутки времени – длительность финансового цикла, минимальные значения отдельных финансовых или производственных показателей компании) и анализе событий, которые привели к их возникновению, а затем - корректировка основных

стратегических задач компании с целью минимизации рисков возникновения подобных ситуаций.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что указанные выше факторы следует дополнить факторами, связанными с кадровым обеспечением: мотивация специалистов и квалификация персонала, лояльность сотрудников. На основе истории развития современной экономики [24] представляется возможным сделать вывод, что наибольшего финансового успеха добиваются как раз те компании, которые превосходят других в удовлетворении потребителей и работников, нововведениях в системе мотивации и прочих смежных направлениях. Выработка системы мотивации руководителей различных уровней оказывает прямое влияние на достижение финансовых и стратегических целей компаний.

Финансовые факторы возникают и рассматриваются неотделимо руководством компании, поскольку оптимальное построение структуры капитала и равновесие доли собственных и заемных средств в капитале, регулярный мониторинг показателей финансового состояния компании и, в том числе, показателей соотношения собственного и заемного капитала оказывают существенное влияние, как на ее деятельность, так и на стоимость в целом. Финансовая политика компании, как механизм управления стоимостью, базируется на известной модели Модильяни – Миллера [78]. Проводится анализ структуры долевого и долгового инструментов, которая отвечает за доходность этих инструментов для инвесторов, а также рассматриваются способы размещения финансовых инструментов для привлечения заемных средств.

Эффективность маркетинга включает в себя эффективность проведения комплексного анализа, сбора и обработки информации о конъюнктуре рынка, изучение целевой аудитории потребителей (определение потребностей, обратная связь и поддержка клиентов), разработку маркетинговых стратегий, определение потенциальных привлекательных ниш на рынке, повышение

конкурентоспособности продукции, развитие торговой марки (повышение узнаваемости, престижа продукта и/или бренда и т.д.).

Размер компании очень важен, так как от этого зависит интерес, проявляемый со стороны потенциальных инвесторов. Поэтому они более легко выходят на финансовый рынок.

Исследование показало, что еще одним ключевым фактором стоимости бизнеса является величина клиентской базы. Клиентская база формируется на протяжении всего жизненного цикла организации. В зависимости от размеров рынка присутствует прямая зависимость между количеством клиентов-потребителей благ у компании и долей, которую компания охватывает на рынке. В том случае, когда практически все потребители на рынке пользуются товарами или услугами одной определенной компании, возникает монополизация рынка. Оценка степени монополизации рынка производится при помощи метода концентрации, который отражает необходимость в диверсификации клиентской базы путем определения доли выручки, приходящейся на тех или иных потребителей. Высокий уровень зависимости от отдельных поставщиков увеличивает риск сокращения выручки в случае расторжения договора с данным поставщиком по каким-либо причинам.

Производственная и территориальная диверсификация связаны с привязкой организации к виду деятельности или к конкретной территории, соответственно. Издержки подобной диверсификации несут зависимости компании от конкретных поставщиков, что порождает риски потери денежных средств вследствие задержек поставок или возникновения ситуации несостоятельности должника. Денежные потоки от различных территорий ведения бизнеса и видов деятельности должны быть сопоставимы [71].

Эффект от диверсификации риска связан с возможностью разделения и выделения бизнеса путем переноса высокорискованных операций во вновь создаваемую организацию.

Факторы с позиции влияния микро- и макроэкономических изменений на стоимость компании, которые формируются совокупностью внешних и

внутренних факторов, являются универсальными факторами и рассматриваются при оценке любого типа бизнеса в рамках теории стоимостной оценки бизнеса.

Например, в работе «Оценка стоимости бизнеса» под редакцией М.А. Эскиндарова и М.А. Федотовой, приводится разделение факторов на внешние и внутренние следующим образом [33, с. 38] на рисунке 1.



Источник: составлено автором на основе данных [33].

Рисунок 1 - Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса

На основе качественного учета организационно-структурных факторов и микро- и макроэкономических факторов компания имеет возможность увеличить свою доходность. Доходность бизнеса характеризует доходность операционной деятельности, которая учитывается при построении денежного потока при оценке бизнеса доходным подходом.

Произведем укрупненный анализ микро- и макроэкономических факторов, оказывающих влияние на формирование стоимости компании.

Уровень управления организацией или степень контроля является одним из важнейших факторов при оценке стоимости бизнеса, поскольку рассматривается с позиции наличия и количества прав и возможностей управлять и принимать решения в ее деятельности.

Сложившаяся ситуация на рынке также играет значительную роль при определении стоимости компании. Величина спроса и предложения и их соотношение будут свидетельствовать об уровне цен на рынке, что позволит компании качественно формировать стоимостную политику. Кроме того, такие факторы, как: доходы, время, риск и контроль, оказывают существенное влияние на стоимость компании. Доход характеризует величину средств, которые может получить собственник, фактор времени связан с временным разбросом и периодичностью получения доходов, риск – неотъемлемый фактор, который оказывает существенное влияние на деятельность бизнеса и, в частности, на доходы и прибыль компании, контроль связан с величиной права собственника (акционера).

Немалое значение на стоимость бизнеса оказывает степень его ликвидности. Активы, которые могут быть быстрее других обращены в денежные средства с минимальными потерями, более привлекательны и ценны для рынка.

Ограничения же оказывают значительное влияние на стоимость, например, когда государство накладывает ограничения на продукцию конкретной компании, данное действие может оказать существенный эффект как на показатели прибыли, так и на привлекательности организации в целом.

Кроме того, на стоимость компании значительную роль оказывает ее организационно-правовая форма, которая обуславливает степень открытости организации и доступность информации о её деятельности для стороннего пользователя или инвестора [86]. Например, при проведении финансового анализа и определении стоимости акционерного общества или публичного акционерного общества (или долей в обществе с ограниченной ответственностью) специалистам компании доступно больше информации и

отчетности о деятельности исследуемой организации, а также о других аналогичной организационно-правовой формы (как правило, представлены крупными организациями финансового, промышленного, ресурсодобывающего, IT - секторов экономики с широкой территориальной диверсификацией деятельности и существенной номенклатурой продукции). Доступность информации и её полнота оказывают существенное положительное влияние на объективность выводов по результатам финансового анализа и по результатам определения стоимости компании и ее активов. Ценные бумаги публичных акционерных обществ, как правило, представлены для покупки и продажи на фондовом рынке. Они в соответствии с действующим законодательством обязаны раскрывать достаточно полно информацию о своей деятельности.

В отличие от публичных акционерных обществ, непубличные компании имеют ряд особенностей. К непубличным компаниям, как правило, относятся субъекты малого и среднего предпринимательства, что обуславливает меньшие возможности по диверсификации направлений деятельности, являющиеся причиной более высоких рисков и сроков возврата инвестиций. Непубличные компании не предоставляют открытый доступ к своей отчетности и результатам деятельности, что усложняет определение стоимости рассматриваемой компании через проведение сравнительного анализа и поиска сопоставимых компаний.

Также среди факторов, оказывающих влияние на стоимость компании, выделяются те, которые основаны на показателях бухгалтерской отчетности и которые определяются по данным бухгалтерского учета. Данная группа факторов наиболее интересна инвесторам, поскольку находится в открытом доступе и наиболее проста в использовании. Зачастую именно на них опираются при принятии инвестиционных решений, в том числе при оценке эффективности сделок по слиянию и поглощению.

Данные показатели условно можно разделить на четыре группы:

1. Показатель величины чистой прибыли и источников финансирования. Анализируя источники финансирования, представляется возможным сделать вывод о достаточности средств для ведения бизнеса, поскольку из-за недостатка средств возникает риск банкротства.

2. Показатели, объясняющие величину чистой прибыли. К ним относят: выручку от продаж, коммерческие и управленческие расходы, себестоимость, налоговые отчисления.

3. Показатели, влияющие на долю инвестированного капитала, а именно плата за инвестированный капитал.

4. Показатели, оказывающие воздействие на величину чистой прибыли. Например, на объем выручки значительное влияние оказывает объем производства, а на величину налогов – применяемая организацией система налогообложения, использование налоговых льгот и т.д.

Значимость показателей, рассчитанных на основе бухгалтерской отчетности, заключается в наличии зависимости между стоимостью активов и итогами деятельности организации на определенную дату. Таким образом, представляется возможным судить о том, что положительная динамика показателей свидетельствует об увеличении производственного и хозяйственного потенциалов.

На основе проведенного анализа автор пришел к выводу, что для сделок слияний и поглощений, помимо определения рыночной стоимости компании, следует рассматривать также и ее инвестиционную стоимость. Данный факт объясняется наличием, в большинстве случаев, внешних обстоятельств, которые не являются типичными для рынка. Условия и характер совершения сделки может отличаться от актуальных условий рынка (например, отличия в условиях финансирования, проявляющиеся в различиях стоимости заемного капитала для конкретного инвестора). Кроме того, наиболее часто встречаются случаи, когда покупатель и продавец в сделке слияния и поглощения уже определен заранее, и/или они связаны другими обязательствами, деловыми отношениями. Факторы, оказывающие влияние на

рыночную и на инвестиционную стоимость компании, в целом являются идентичными, за исключением следующих особенностей, связанных с финансовыми и управленческими факторами:

- специфические возможности финансирования сделки (кредит под льготные проценты, участие продавца в инвестиционном проекте, или доступ к источнику финансирования, недоступному для других участников рынка);
- административный ресурс инвестора, позволяющий нужным образом изменить правовой статус объекта (например, смена категории приобретаемой земли, изменение разрешенного использования, корректировка градостроительных регламентов и т.п.);
- эффект создания агломерации, например, объект можно преобразовать в доходный, только объединив его с «соседним»;
- обладание информацией относительно объекта или его окружения, являющейся закрытой информацией;
- приобретение объекта на разных стадиях реализации, приобретение или продажа объекта в рамках более крупной сделки.

Выявленные выше особенности накладывают определенные требования к информационному обеспечению процесса определения факторов и характера их влияния на инвестиционную стоимость: бизнес-план, проектно-сметная документация, документы, которые подтверждают выполнение определенных работ, результаты анализа влияния дополнительных условий инвестирования в процессе продажи объекта, его оценки и т.д.

Для определения стоимости бизнеса и компания-цель и компания-покупатель должны оценить, как наличие у компании конкурентных преимуществ (команда, технологии, уникальные ресурсы), так и способность компании принимать и реализовать долгосрочную программу монетизации своих конкурентных преимуществ. Без такой оценки стоимости сделка по слиянию и поглощению не имеет смысла, так как невозможно определить ее эффективность по сравнению с обсуждаемой стоимостью.

Таким образом, проведенный в данном разделе теоретический анализ факторов, оказывающих влияние на стоимость компании небанковского финансового сектора в процедуре слияния и поглощения, позволил выделить ряд 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) и 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).

Также было выявлено, что среди выделенных факторов, оказывающих влияние на стоимость компании небанковского финансового сектора, особенно важна процедура определения стратегии функционирования и слаженное взаимодействие внутренних организационно-структурных единиц. Данный фактор оказывает 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.

1.2 Финансово-экономические аспекты сделок слияния и поглощения

Основной и главной целью деятельности любой коммерческой компании (в том числе, и компаний небанковского финансового сектора) является получение прибыли. В свою очередь, ставя перед собой задачу максимизировать приток денежных средств и увеличение прибыли, компании стремятся расширить свой бизнес путем выбора одной из двух стратегий роста компании. Первая стратегия основывается на росте компании за счет собственных источников, например, за счет нераспределенной прибыли прошлых лет. Однако данный процесс характеризуется умеренным и постепенным ростом. Вторая стратегия дает возможность компании за минимальный период времени увеличить свои доходы через реализацию сделки слияния и поглощения. Несмотря на то, что сделки слияния и поглощения сопряжены с возможным, но существенным увеличением стоимости бизнеса, они также являются одними из наиболее сложных сделок, поскольку обладают рядом финансово-экономических характеристик и аспектов.

Аспект представляет собой определенный взгляд на объект исследования. Первоначальным этапом для определения основных положений финансово-экономических аспектов сделок слияния и поглощения следует определить дефиниции понятий «слияние» и «поглощение», которые представлены в приложении А.

На практике, в СМИ как в России, так и в странах дальнего и ближнего зарубежья, терминология «слияние и поглощение» идет неразрывно друг от друга. Поскольку данная процедура реорганизации характерна для акционерных обществ, трактовка термина «слияние» определена в рамках статьи 16 Федерального закона от 26.12.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах». Пунктом 1 указанной выше статьи слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей

двух или нескольких обществ с прекращением последних. Обратившись к определению процедуры «поглощение», видим, что оно находит свое отражение только в Указе Президента Российской Федерации от 16.11.1992 № 1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» в п. 5.1, согласно которому, поглощением одного предприятия другим признается приобретение последним контрольного пакета акций первого. Из вышеизложенного представляется возможным сделать вывод, подтверждаемый и зарубежными экономистами в области сделок слияний и поглощений (Р.С. Фостер, Р.А. Лажу): фактическая передача активов и обязательств компании-цели поглощающей компании - «поглощение». На наш взгляд, «слияние» представляет собой более узкий термин и отражает непосредственно юридическую процедуру и технический процесс сделки.

Выделяют следующие виды сделок слияний и поглощений:

- прямое слияние – две компании объединяются и образуют новое юридическое лицо;
- добровольные и враждебные поглощения;
- сделка с использованием заемных средств (LBO);
- обратное слияние;
- выделение и продажа бизнес-единиц;
- покупка контрольного пакета акций компании.

Слияния и поглощения с использованием LBO достаточно недавно появилось на российском рынке, тогда как за рубежом подобные инвестиционные практики осуществляются повсеместно [120]. Отличительной особенностью подобного рода интеграций является механизм финансирования сделки путем привлечения кредита. Банк выдает кредит компании под покупку либо с учетом обеспечения, либо без него. В свою очередь, обеспеченный кредит имеет две составляющие – главный долг и субординированный долг. Срок, на который выдаются подобные кредиты, обычно составляет от 3 - х до 8 лет [67]. Развитие данного вида сделки на

российском рынке является актуальным, прежде всего, для банковского сектора, который будет являться посредником между компанией-покупателем и компанией-целью, и за свое участие (выдачу кредита) будет увеличивать свои доходы.

Обратное слияние представляет собой не сколько отдельный вид сделки, сколько видов защиты компании-цели от поглощения после официального заявления об интеграции компании. В случае обратного слияния компания-цель делает предложение компании-покупателю об обратном выкупе своих акций по цене выше рыночной и с учетом дополнительной премии. Как правило [87], стоимость акций в данном случае значительно превышает стоимость, которую готова была заплатить компания-покупатель, на первоначальном этапе.

Финансовые аспекты сделок слияний и поглощений заключаются в виде сделки в разрезе различных критериев. Критерий характера сделки производит выделение вертикальных, горизонтальных, родовых и конгломератных слияний [62]. Горизонтальная интеграция представляет собой сделку, которая происходит между компаниями, производящими идентичную продукцию или оказывающими аналогичные виды услуг (например, объединение двух лизинговых компаний). Мотивом горизонтальной сделки выступает, чаще всего, расширение доли рынка и укрепление конкурентных позиций. В том случае, если планируются к объединению два крупных игрока на рынке, то процедура интеграции попадает под пристальное внимание антимонопольной службы. Таким образом, возникает риск отказа в оформлении сделки со стороны антимонопольных служб, что влечет за собой возникновение убытков для компании-покупателя. В свою очередь, величина убытков компании-покупателя количественно выражается в затратах, понесенных на этапе стратегического планирования. Вертикальные слияния и поглощения, в свою очередь, — это объединение компаний, одна из которых является поставщиком сырья и материалов для другой. К такому виду сделки возможно отнести слияние автоконцерна с лизинговой компанией. Данный вид

интеграции позволяет снизить себестоимость за счет прямой продажи (без наценки) товаров или услуг (в случае лизинга, когда его предметом выступает, например, автотранспортное средство). Родовые слияния и поглощения, известные как параллельные, представляют собой объединение компаний, которые выпускают взаимодополняющие товары или услуги. Например, объединение компании, производящей дверные ручки, с компанией, которая производит двери. Эффективность такой сделки обуславливается возможностью снизить и оптимизировать издержки производства. В том случае, если основной мотив компании заключается в выходе на новый рынок и диверсификации бизнеса, то имеют место конгломератные слияния и поглощения – объединение компаний из разных отраслей и разных сфер деятельности.

В свою очередь, критерий национальной принадлежности компаний предполагает проведение национальной или транснациональной интеграции. Очевидно, что национальная сделка имеет место при слиянии и поглощении компаний, осуществляющих свою деятельность и зарегистрированных в пределах одной страны, тогда как транснациональная интеграция происходит в том случае, если объединяются компании из разных стран. Данный тип сделки является очень сложным и трудоемким, а также сопряжен с высокой долей неопределенности результатов, поскольку может привести к дроблению компании-цели с целью ликвидации отдельных ее частей и полному изменению корпоративной стратегии компании, что приведет к увольнению сотрудников.

В зависимости от отношения руководства компании-цели к сделке выделяют дружественные и враждебные сделки слияния и поглощения. Дружественными [73] называют такой вид интеграции, при которой топ-менеджеры обеих компаний настроены на заключение сделки. В большинстве своем основной причиной дружественной сделки слияния и поглощения является повышение защиты дочерней компании материнской путем выкупа части акций у сторонних акционеров. Враждебными являются те виды сделок,

когда компания-покупатель выносит компании-цели предложение о покупке не через топ-менеджеров компании, а напрямую собственникам [83]. В таких сделках стоимость/премия компании-цели автоматически становится выше среднерыночного значения, а оплата сделки, чаще всего, происходит наличными денежными средствами. Враждебные интеграции имеют под собой разные мотивы: от приобретения недооцененных активов компании-цели и затем их самостоятельное использование или перепродажа, до построения вертикально-интегрированной компании. Существенным недостатком враждебного слияния и поглощения становится тот факт, что после объединения компаний происходит массовое увольнение топ-менеджеров, вследствие чего понижается эффективность функционирования бизнеса.

Классификация сделок слияния и поглощения производится также в разрезе условий сделки, среди которых выделяют [55] паритетные и непаритетные. При паритетной сделке объединение компаний происходит на одинаковых условиях как для компании-цели, так и для компании-покупателя. Следует отметить, что в случае паритетного объединения активов могут поступать дополнительные вложения в бизнес одной из сторон сделки с целью создания равенства активов компании-покупателя и компании-цели объединении [125].

На основе способа объединения потенциалов выделяют корпоративные альянсы и корпорации. Корпоративные альянсы возникают в том случае, когда компания-покупатель и компания-цель проводят сделку с целью концентрации на одном, общем направлении деятельности, для достижения максимальной доходности только по одному выбранному направлению. Остальные же бизнес-процессы компаний действуют независимо друг от друга. Корпорации, в противовес корпоративным альянсам, подразумевают объединение абсолютно всех активов, которые являются основой бизнеса.

При реализации сделки слияния и поглощения первым организационным вопросом после принятия фактического решения о том, что

компания нуждается в таком изменении, является определение усилителей и компенсаторов. Выбор усилителей строится на проблеме выбора единицы или совокупности единиц материальных или нематериальных активов, которые поглощающая компания готова передать компании-цели для улучшения своего финансового положения, повышения инвестиционной привлекательности и конкурентоспособности на рынке. Выбор усилителей представляется возможным отождествить со следующим вопросом для поглощающей компании: «Где еще использовать собственные уникальные активы?». Компенсаторы, в свою очередь, являются инструментом, способным уменьшить или полностью нивелировать слабости и возможные угрозы, которые наносят или могут нанести вред деятельности компании. На практике недостатки компании традиционно определяют с помощью SWOT-анализа. Выбор компенсаторов напрямую связан с ответом на вопрос для поглощающей компании: «Что возможно приобрести с помощью реорганизации для устранения слабых сторон деятельности компании?». Как выбор компенсаторов, так и усилителей, допустимо связать с проведением SWOT-анализа поглощающей компании, где «SO» (strength- сильные стороны, opportunities – возможности) представляют собой основополагающие элементы для формирования усилителей. Составные части компенсаторов находят свое выражение через «WT» (weakness – слабости, treatments – угрозы). Практическим примером компенсатора может быть ситуация, при которой определенный товар компании имеет низкие продажи в конкретном регионе, затраты на расширение географии сбыта и проведение маркетинга выше, чем затраты на поглощение компании с существующими сбытовыми каналами. В данном случае при слиянии и поглощении компания ориентирована на компенсатор. В том случае, если существующая компания имеет известную торговую марку и намерена поглотить компанию-цель, то, чтобы стимулировать деятельность продаж компании-цели через свой товарный знак и, тем самым, получить для себя дополнительную прибыль, имеет место выбор усилителя.

Следует отметить, что вероятность компании-покупателя приобрести существенную выгоду, реализуя сделку по слиянию или поглощению, напрямую зависит от деловой способности компании и ее позиции на рынке [37]. В основе успешного стратегического управления компанией лежит грамотная корпоративная стратегия, которая включает в себя построение связи между компанией-покупателем и компанией-целью по трем направлениям:

1. Материальные – возникают при успешной реализации бизнес-единиц своих товарных, сбытовых и иных связей.
2. Нематериальные – возникают при передаче между бизнес-единицами какого-либо нематериального актива.
3. Конкурентные – возникают между корпорацией и ее конкурентами.

По мнению ведущего экономиста, профессора Гарварда М. Портера, грамотная реализация взаимодействия между компанией-покупателем и компанией-целью направлениям, изложенным выше, позволяет как увеличить стоимость и доходы бизнеса, так и максимально выгодно реализовать эффект масштаба.

Для определения степени влияния трех вышеуказанных направлений на стоимость бизнеса М. Портер предложил проводить анализ ряда ценностей компании в разрезе ее деления на основные и вспомогательные виды деятельности. К основным видам деятельности относились следующие: маркетинг, обслуживание покупателей и сервис; внутренняя и внешняя логистика, производство. Из вспомогательных видов деятельности выделялись следующие: управление персоналом, инфраструктура, технологическое развитие, закупочная деятельность. Далее, определялась степень влияния взаимосвязей между основными и вспомогательными видами деятельности на сокращение издержек компаний.

В результате реализации сделок слияния и поглощения у объединенной компании в результате интеграции образуются следующие виды издержек:

1. Издержки, связанные с внутренним управлением (возникают, когда и у компании-покупателя, и у компании-цели в структуре присутствовали подразделения с аналогичными функциями, но обладающие различными ресурсами для деятельности).

2. Издержки выгод (возникают поскольку у компании-покупателя и компании-цели не всегда могут быть одинаковые цели, которые они стремятся достичь путем реорганизации).

В свою очередь, профессор Гарварда Р.М. Кантер, которая является одним из значимых ученых в области консалтинга в бизнесе, уделяет основную роль управлению персоналом в сделках слияния и поглощения. Через призму человеческого капитала сформировать успешную организационную структуру в объединенной компании при сделке слияния и поглощения возможно при соблюдении следующих условий:

- контроль за деятельностью персонала и руководство над структурными подразделениями должны [117] находиться в ведении топ-менеджеров компании;

- на первоначальных этапах образования объединенной компании должна существовать гибкая система мотиваций и поощрений, включающая в себя вознаграждения сотрудникам компании за вклад в успешной процесс интеграции деятельности компании-покупателя и компании-цели;

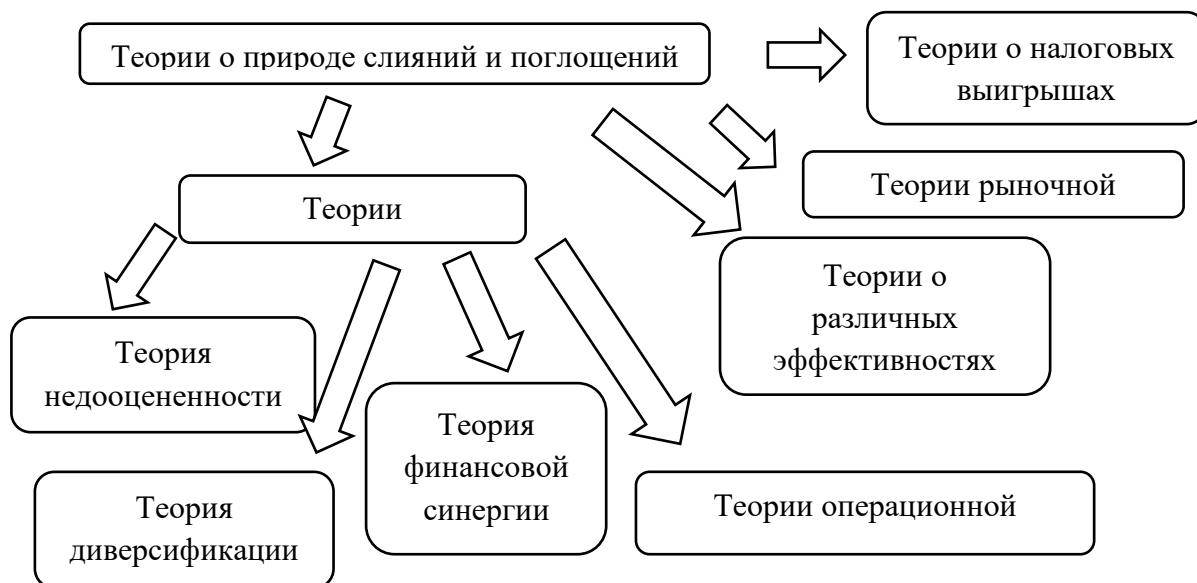
- активное развитие системы коммуникаций между персоналом, причем как путем использования внутренних электронных каналов связи, так и уделять внимание живому общению (брифингам).

Согласно статистическим данным компании KPMG, сделки слияния и поглощения оправдывают свои затраты только в 23% случаев. Когда происходит объявление компании о ее предстоящем слиянии, акции компании растут, однако не более чем на 30%; в поглощенных компаниях наблюдаются массовые увольнения сотрудников (47% ведущих менеджеров увольняются в течение первого года после сделки, 75% - принимают решение об увольнении в течении трех последующих лет).

Проведенный анализ показал, что на рынке слияния и поглощения не существует аналогичных или сопоставимых сделок: каждая сделка, по своей сути, уникальна. Немаловажен тот факт, что сделки слияния и поглощения являются более эффективными и приносят выгоду бизнесу при следующих условиях:

- наиболее успешными за счет роста цен на продукцию, товары или услуги и за счет усиления конкурентных позиций являются горизонтальные сделки;
- финансирование сделки за счет активов первого и второго класса ликвидности значительно снижает финансовые риски и благоприятно влияет на эффективность сделки;
- разработка концепции и проекта сделки слияния и поглощения, определение инструментов и результатов для достижения синергии позволяет, при прочих равных условиях, проводить более успешные эффективные сделки;
- компании, большая часть рыночной стоимости которых приходится на гудвилл, в меньшей мере подвержены интеграции, чем компании, реально располагающие активами.

С точки зрения теории финансов, экономический аспект сделок слияний и поглощений принимает разные формы в зависимости от природы восприятия сделки в разрезе ряда концепций, приведенных на рисунке 2.



Источник: составлено автором на основе данных [90].

Рисунок 2 - Обзор теорий о природе сделок слияния и поглощения

Общий постулат теорий эффективности заключается в том, что цель создания дополнительной стоимости компании при сделке слияния и поглощения выгодна не только акционерам или собственникам, но и обществу в целом. В данном случае под термином «общество» выступает не отдельный хозяйствующий субъект, а вся совокупность субъектов экономики в целом. Теории природы сделок слияний и поглощений представлены в таблице 1.

Таблица 1 - Анализ теорий природы сделок слияния и поглощения в разрезе влияния на субъекты экономики

Название теории	Сущность теории	Влияние на субъекты экономики	Авторы
Теория операционной синергии	Характерна для горизонтальных и вертикальных слияний и поглощений с учетом влияния эффекта масштаба	Усиление институциональной структуры	Уильямсон Оливер [99] и Арроу Кеннет [94]
Теория неэффективного управления	Объектами поглощения выступают те организации, у которых внутренний менеджмент находится на низком уровне либо практически полностью отсутствует	Повышение уровня эффективности экономики	Генри Манне [97]

Продолжение таблицы 1

Название теории	Сущность теории	Влияние на субъекты экономики	Авторы
Теория диверсификации	Исходит из предпосылки, что риски в деятельности объединенной фирмы являются ниже средневзвешенного риска фирм до объединения	Повышение экономического роста	Фема Э. Ф., Дженсен М.К. [93]
Теория финансовой синергии	Комплиментарность компании-цели и компании покупателя в области инвестиционных возможностей	Снижение затрат на привлечение	Вэстон Дж.Ф. [63] Уильямсон О.Е.[104] Нилсен Дж.Ф. Мелишер Р.В. [100]
Теория недооцененности	Строится на недооцененной стоимости компании	Приводит к расширению международного рынка	Линтнер Д. [95], Моссин Ж. [98]
Теория о рыночной власти	Возможно при горизонтальном слиянии двух коммерческих организаций	Вероятное повышение цен, монополизация	Бэкон П.В. [93]
Теория о налоговых выигрышах	Строится на предпосылках, что одна из компаний является высокодоходной, вторая компания может зачесть налоговые выплаты на момент слияния в доходы будущих периодов	Снижение налоговых поступлений в бюджет – для государства	Смирлок М., Беати Р., Мейд С. [103]

Источник: составлено автором на основе данных [78; 90].

Отдельно следует пояснить теорию недооцененности, согласно которой, природа сделок по слиянию и поглощению лежит в недооцененной рыночной стоимости компании-цели. Например, экспансия банковской сферы стран Латинской Америки Королевством Испания в 1980-х годах произошла из-за недооцененности стоимости банковского бизнеса после затяжного кризиса [91].

Следует отметить, что, получая контроль над новым бизнесом, компания-покупатель может столкнуться с негативными аспектами сделки: внезапное расторжение договоров ключевыми контрагентами, неоплаченные счета, отсутствие товарно-материальных запасов на складе и иные проблемы.

Вступая в сделку, компания-покупатель во многом вынуждена основываться на информации о состоянии приобретаемого бизнеса, получаемой от компании-цели. Таким образом, одним из финансовых аспектов сделки выступают специальные механизмы защиты интересов компании-покупателя, которым может являться наличие эксроу-счета и (или) предоставление компанией-целью гарантий в отношении всех существенных фактов: правильность финансовой отчетности компании, отсутствие нераскрытых обязательств, отсутствие исков третьих лиц и т.д.

Выбор реализовать сделку слияния и поглощения в качестве способа расширения бизнеса особо актуален для компаний небанковского финансового сектора ввиду высоких барьеров входа в отрасль. Так, например, одним из единственных способов для компании начать осуществлять услуги финансового посредничества без надлежащей базы человеческого капитала или начать осуществлять услуги в области инвестиционного банковского дела является слияние и поглощение с той компанией, которая уже имеет надлежащие лицензии на предоставление подобного рода услуг.

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 на обоих участников, 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 представляется возможным сделать вывод о том, что экономический аспект сделок проявляется в процессе сбора информации об участниках сделки, ее анализе и прогнозе:

1. Отрасль. Данный показатель имеет важное значение для обеих сторон. Покупающая сторона проводит отраслевой анализ, прогнозирует влияние внутренних и внешних факторов на сделку, изучает соответствующее

законодательство, а также изменения в нем, изменения конъюнктуры рынка, спроса и предложения.

2. Покупатель. При сделках по слиянию и поглощению необходимо понимание сильных и слабых сторон своего бизнеса, возможность выхода на новые рынки или расширение существующих возможностей и территорий; возможность создания добавленной стоимости, а также оценка возможности получения дополнительных преимуществ от сделки по слиянию и поглощению.

3. Продавец. Проводится анализ деятельности компании-цели (компании-продавца), ее операционной деятельности, финансовых показателей, структуры собственности и т.д.

4. Синергетический эффект. Один из ключевых этапов в сделках слияний и поглощений. Его необходимо максимально точно оценить и спрогнозировать для понимания результата, который будет получен после объединения компаний.

5. Стоимость. Проводится оценка стоимости как компании-цели, так и компании-продавца.

6. Риски. Производится оценка вероятности наступления тех или иных негативных последствий, которые могут наступить в ходе или после реализации сделки. Процедура оценки рисков необходима для определения приоритетных областей и зон, как с точки зрения распределения ресурсов, так и распределения производственных мощностей.

Как выбор усилителей, так и компенсаторов направлен на получение какой-либо материальной выгоды от сделки слияния и поглощения. Эта выгода представляет собой синергетический эффект. Синергетический эффект, по сути, является преимуществом, которое получает компания или компании от сделки слияния и поглощения с учетом того, что по отдельности данное преимущество компании недоступно или будет требовать определенных затрат и более длительного времени, чем займет процесс реорганизации.

При изучении классификации слияний и поглощений определена взаимосвязь развития такого вида слияния и поглощения, как LBO, на банковский сектор экономики.

На основе проведенного исследования было выявлено, что тип сделки слияния и поглощения и мотив компаний имеют прямую взаимосвязь. Главным мотивом компании небанковского финансового сектора в сделках по слиянию и поглощению является достижение определенного результата, который является синергетическим эффектом.

1.3 Синергетический эффект сделок слияния и поглощения: понятие, анализ, классификация

По итогам анализа финансово-экономических аспектов сделок слияния и поглощения, а также основных факторов, оказывающих влияние на стоимость компаний небанковского финансового сектора при планировании, заключении и проведении сделок, необходимо рассмотреть, так называемый, синергетический эффект – эффект, получаемый в результате объединения.

Основные причины участия компаний небанковского финансового сектора в сделках по слиянию и поглощению заключаются в увеличении стоимости бизнеса, расширении производства, выхода на новые рынки и создании добавленной стоимости компании для ее собственников, поскольку основной целью любого бизнеса является максимизация прибыли. Все это достигается путем объединения активов компаний за счет их использования, а также эффекта синергии.

В экономической теории нет единого понятия дефиниций «синергия» и «синергетический эффект», поэтому возникает необходимость формирования и понимания сущности данных понятий в целом, а также применительно к сделкам слияния и поглощения.

Чарльз Скотт Шеррингтон – британский ученый физиолог и нейробиолог, лауреат Нобелевской премии по физиологии и медицине в 1932 году в области изучения функций нейронов, - ввел впервые, как считается в научных кругах, термин «синергия» при изучении воздействий спинного мозга на мышцы и их движения, и в 1906 году он опубликовал свои исследования в работе «Интегративная деятельность нервной системы» [96]. Таким образом, в физиологии подошли к определению синергии как совместному и однородному функционированию органов. Понятие синергии перешло в медицину, где под синергией понимается комплексное воздействие препаратов, которые оказывают различные эффекты обособленно друг от друга [22]. Так сформировалось понятие синергетического эффекта, где он понимается в качестве превышения результата деятельности системы над арифметической суммой результатов деятельности отдельно взятых элементов данной системы [61].

Подход к пониманию сути синергетического эффекта был определен в 1926 году Я.Х. Смэтсом в своей работе «Холизм и эволюция» и был назван как Холизм, а основы данной идеи были сформулированы ранее Аристотелем, при котором целое является большим, чем сумма его составных частей [19].

В свою очередь, понятие синергетики сформулировал американский инженер, философ и математик Ричард Бакминстер Фуллер. В своих работах [102] он определял синергию, как непредвиденное поведение всей системы, которое невозможно предсказать или объяснить через поведение отдельно взятых, обособленных элементов данной системы. Иными словами, поведение системы непредсказуемо, а пытаться его предсказывать через поведение элементов данной системы невозможно.

Немецкий физик-теоретик Герман Хакен рассматривал синергетику, как направление науки, которое объясняет образование и самоорганизацию моделей в открытых системах, далеких от термодинамического равновесия [25].

В интервью, описанном Е.Н. Князевой в работе «Синергетике – 30 лет. Интервью с Г.Хакеном» [67], были выделены ключевые положения теории, среди которых – наличие в системе эмерджентности, а именно свойств, которые присущи системе, но не свойственны отдельно взятым ее компонентам.

Таким образом, наличие в системе эмерджентности свидетельствует о некотором эффекте от объединения элементов, что называется синергетическим эффектом.

Но, как отмечает сам Г. Хакин, в системе не всегда присутствует эмерджентность, но она возможна.

По своей сути синергетика, с точки зрения Г. Хакина, произошла от синергии Ч. Шеррингтона: она была развита и углублена, однако, по нашему мнению, все три определения возможно рассматривать в совокупности через их взаимосвязь, которая представлена на рисунке 3.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 - Взаимосвязь определений «Синергетика», «Синергия» и «Синергетический эффект»

Подход к их взаимосвязи основан на том, что синергетика как сама по себе, так и в качестве одного из источников содержит фактор случайности [135], а эмерджентность не всегда свойственна системе, как отмечалось ранее, однако эффект от синергии может происходить обособленно и не всегда случайным образом.

Под случайностью принято понимать наступление события в условиях отсутствия прямых закономерных связей в поведении и функционировании объектов и систем, однако, рассматривая синергетический эффект при слияниях и поглощениях, ученые указывают на возможность его прогнозирования [29; 40; 85; 110].

Таким образом, синергетический эффект представляет собой повышение эффективности системы в результате объединения отдельных элементов системы за счет эмерджентности.

Ричард Дафт сформулировал следующее определение синергетическому эффекту или синергизму: «условие, возникающее, когда части организации, взаимодействуя между собой, обеспечивают совокупный результат, превосходящий суммарный результат усилий частей организации, действующих по одиночке» [28].

В научных кругах [63] наглядно синергетический эффект представляют в форме математической записи « $2+2=5$ » или « $2+2>4$ », но синергетический эффект не всегда бывает положительным, несмотря на то, что именно этот результат ожидается и выступает основной целью синергии. Например, при объединении компаний высококвалифицированный работник может быть не принят в коллективе, что будет оказывать влияние на его производительность и результативность. Также оборудование может быть сильно изношенным и непроизводительным, что окажет влияние на производство. Возможно, компания-цель находится под пристальным контролем надзорных органов, или против нее готовится исковое заявление, и после объединения компаний иск, предназначенный компании-цели, фактически будет предъявлен юридическому лицу, образовавшемуся после сделки слияния и поглощения.

Все эти события могут, в действительности, оказать негативное влияние на компанию-покупателя, из-за чего синергетический эффект может оказаться отрицательным. По этой причине, по мнению автора, реальное представление синергизма можно представить в виде « $2+2\neq 4$ », поскольку сам эффект однозначно наступит, но положительный или отрицательный зависит от

уровня подготовки сторон к проведению сделки слияния и поглощения и ее обстоятельств.

Кроме описанного выше, следует отметить, что сделки по слиянию и поглощению всегда выражаются в форме синергии, поскольку происходит объединение двух или более компаний, но синергия не всегда является слиянием и поглощением.

Объединение внутри компании нескольких отделов в одно подразделение или объединение нескольких товаров в одну группу товаров - это также является формой синергии. Данный факт обуславливает различность толкования понятия синергии и синергетического эффекта в науке и в экономике в целом от понятия при сделках по слиянию и поглощению. В связи с этим синергетический эффект применительно к сделкам слияния и поглощения, по мнению автора, представляется возможным рассматривать в качестве расчетного значения, отражающего эффект от объединения одной и более организаций, совокупные показатели деятельности которых после объединения отличаются от суммы совокупности показателей деятельности отдельно взятых организаций и могут принимать как положительное, так и отрицательное выражение.

Как отмечалось ранее, синергетический эффект от синергии наступает всегда. В свою очередь, на величину синергетического эффекта могут оказывать влияние случайные события, однако само наличие данного эффекта в сделках интеграции не является случайным, поскольку именно эффект выступает основной причиной участия компаний в сделках по слиянию и поглощению. В связи с этим появляется обостренный интерес к прогнозированию величины синергетического эффекта, поиску путей его максимизации и т.д. Отсюда, возникает необходимость в понимании видов и форм синергетических эффектов и их классификации.

Игорь Ансофф в своей работе «Новая корпоративная стратегия» синергетический эффект называет синергизмом и понимает его как такое явление, при котором доход от совместно использования ресурсов выше, чем

доход от использования каждого ресурса обособленно от других [17].

Классификация представлена в таблице 2.

Таблица 2 - Классификация синергизма

Название	Характеристика
Синергетический эффект продаж	Данный эффект наступает, когда несколько взаимосвязанных товаров распределяются совместно по одним распределительным каналам. Совместное распределение товаров повышает эффективность как продаж, так и персонала, а репутация, реклама и продвижение могут привести к увеличению дохода, полученного на единицу вложенных средств.
Оперативный синергетический эффект	Достигается в результате наиболее эффективного использования труда и основных средств компании, распределения расходов, проведения закупок и совместного обучения.
Инвестиционный синергетический эффект	Достигается при максимально возможном использовании потенциала компании, как совокупности производственных и финансовых возможностей.
Синергетический эффект менеджмента	При переходе в новые отрасли проблемы, вставшие перед менеджментом компании, могут быть ему уже знакомы, возникают потенциальные возможности наиболее эффективного управления.

Источник: составлено автором на основе данных [17].

О. Юлдашев и А. Горид в своей работе «Стратегии интеграции компаний» приводят иную классификацию [110]. По их мнению, классификация причин возникновения синергетического эффекта происходит по признаку наличия взаимодополнения ресурсов компании и неаддитивности ресурсов, которая обусловлена эмерджентностью их использования.

За счет неаддитивности возникают такие эффекты, как эффект масштаба, эффект изменения доходов объединенной компании и эффект изменения инвестиционных возможностей.

Эффект масштаба проявляется в сокращении операционных издержек, расходов на научно-исследовательские работы и расходов на содержание административного аппарата.

Эффект изменения доходов объединенной компании связан с ростом рабочей силы после объединения. При достижении этого эффекта, по мнению О. Юлдашева и А. Горида, доходы объединенной компании начинают расти,

благодаря повышению конкурентоспособности и увеличению доли рынка [110].

Эффект изменения инвестиционных возможностей связан с тем, что после объединения компаний появляются дополнительные средства, которые представляется возможным вкладывать в различные инвестиционные проекты в целях увеличения доходов.

По признаку возникновения эффекта от взаимодействия разных неоднородных ресурсов выделяется эффект в снижении затрат на материалы и сырье от дополнения материальных ресурсов и увеличении доходов за счет роста конечной продукции, и эффект от взаимного дополнения нематериальных ресурсов, выражающийся ростом доходов от повышения репутации, роста компетенций сотрудников, расширения клиентской базы и т.д.

Эффекты могут быть, в конечном итоге, как положительными, так и отрицательными, однако компании, участвующие в сделках по слиянию и поглощению, предпринимают все меры (прогнозирование и оценивание, анализ и минимизацию рисков) для достижения положительного результата.

Д.В. Боровинский приводит классификацию синергетических эффектов по четырем признакам [23]:

1. Классификация по количеству взаимодействующих субъектов:
 - бинарная – два субъекта синергии;
 - тетрарная – три субъекта синергии;
 - тетранарная – четыре субъекта синергии и т.д.
 - многофакторная – субъекты синергии, имеющие в себе синергию других субъектов.
2. По месту нахождения субъектов:
 - внутренний;
 - внешний национальный;
 - внешний международный.

3. По результативности разделяется на положительный и отрицательный синергизм.

4. По свойствам показателей, отражающих синергетический эффект, разделяется на количественный и качественный синергизм.

Данная классификация отличается тем, что она учитывает возможность участия в сделках нескольких субъектов, а также, что немало важно, учитывает вероятность наступления отрицательного синергетического эффекта.

А.А. Бурдина и И.В. Соловьева провели комплексный анализ подходов к классификации синергетического эффекта и представили ее в виде 11 классификационных признаков. Предложенная ими классификация представлена на рисунке 4.

Классификационный признак	Виды синергизма
Источник прибыли	<ul style="list-style-type: none"> • Торговый • Операционный • Инвестиционный • Управленческий
Начало деятельности	<ul style="list-style-type: none"> • Денежная экономия • Экономия времени
Операционная деятельность	<ul style="list-style-type: none"> • Эффект, масштабы • Распределение накладных расходов на большие объемы производимой продукции
Функциональная область: общий менеджмент и финансы, исследования и разработки, маркетинг, операции	<ul style="list-style-type: none"> • Вклад материнской компании • Вклад нового предприятия • Совместные возможности в виде доступа к товарным рынкам
Симметрия эффектов	<ul style="list-style-type: none"> • Выгоды для новой товарной линии • Доступ к устойчивым пассивам
По временным периодам	<ul style="list-style-type: none"> • Статичный синергизм • Динамичный синергизм
Виды активов	<ul style="list-style-type: none"> • Комплиментарный • Невидимых активов
Механизм создания синергетической стоимости	<ul style="list-style-type: none"> • Обобществление ресурсов • Эффект «разлива» • «Схожие» отрасли • Общий имидж
Комплементарные возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Эффект разрыва между ресурсами фирмы и объемом операций • Неравномерное использование мощностей во времени
Тип взаимосвязей между подразделениями	<ul style="list-style-type: none"> • Материальный • Нематериальный • Конкурентный
Портфельная стратегия	<ul style="list-style-type: none"> • Рыночный • Ресурсный • Потребительский • Технологический

Источник: составлено автором на основе данных [54].

Рисунок 4 - Классификация видов синергетического эффекта

Таким образом, представляется возможным сделать вывод, что общее мнение о классификации синергизма в настоящее время отсутствует, и разные ученые выделяют различные классификационные признаки в качестве основы. Поскольку основная цель слияний и поглощений – это положительный синергетический эффект, то в научных кругах, как правило, рассматривают классификации, закладывая положительные ожидания от сделки. Данный факт обуславливается в том числе тем, что в основе совершения данной сделки всегда закладывается, как отмечалось ранее, прогнозирование, оценка и подробный анализ результативности слияния и поглощения.

Учитывая тот факт, что подходы к классификации различны, совокупность всех представлений о классификации дает наиболее полную картину о формах эффекта синергии.

Д.О. Халикова в своем исследовании [89] по совершенствованию экономической оценки эффективности слияний и поглощений нефтегазодобывающих компаний систематизировала формы проявления синергии, представленные на рисунке 5.



Источник: составлено автором на основе данных [89].

Рисунок 5 - Формы синергии при слияниях и поглощениях

Однако представленные формы не являются исключительно обособленными друг от друга, а могут проявляться одновременно.

Представляется возможным рассмотреть более детализировано проявление синергии в зависимости от направления интеграций компаний, поскольку основная экономия, которую компания-покупатель получает при процедуре интеграции, проявляется внутри компании путем изменения ее стратегических целей и задач с учетом сделки слияния и поглощения. Таким образом, синергии классифицируются по признаку направления интеграции путем деления на системную и распределительную компетенцию.

Системная синергия наступает в случае централизации некоторых бизнес-процессов или при объединении компаний, действующих на схожих между собой стадиях в цепочке создания стоимости. Несмотря на то, что компании могут владеть различными сегментами рынка, их объединение

приведет к объединению этих сегментов, что предоставит дополнительные конкурентные преимущества для новой компании и в долгосрочной перспективе способствует увеличению дохода, возникновению дополнительного денежного потока при грамотном построении системы управления.

Распределительная синергия или синергия от переноса компетенций подразумевает, что одна из компаний, участвующих в сделках слияния и поглощения, имеет уникальную компетенцию, которая способна предоставить конкурентные преимущества объединенной компании на рынке.

В свою очередь, синергия от централизации функций подразумевает [88], что ключевые функции управления переносят и централизуют в одном отдельном подразделении – головной компании, чем, зачастую, выступает другое юридическое лицо. Это делается для того, чтобы возникла экономия на издержках по отдельным функциям, которые передаются в управляющую компанию, а также для минимизации рисков за счет уменьшения владельцев бизнес-процессов и их объединения и концентрации высококвалифицированных специалистов в одном подразделении компании.

В самом обобщенном виде [61] формы синергизма можно представить в трех возможных проявлениях: влияющие на выручку, на затраты и смешанного воздействия.

На выручке эффект синергии может сказываться за счет объединения ресурсов, увеличении доли рынка и т.д., а на затратах – за счет возникающей операционной экономии, сокращения дублирующих функций, изменения в затратах на капитал. Форма проявления синергии смешанного воздействия может проявляться в объединении рекламных кампаний, сокращении неэффективных или неквалифицированных сотрудников, развитии и совершенствовании корпоративной культуры и стратегии, диверсификации рисков и т.д.

Анализируя финансовый сектор, эффект синергии может проявляться в различных формах и среди основных можно выделить следующие:

1. Финансово-экономические. К ним можно отнести рост ресурсов для участия в крупных инвестиционных проектах или контрактах в сфере закупок, налоговую оптимизацию, формирование рациональной структуры капитала и т.д.
2. Социальные. Рост корпоративной и социальной ответственности, рост деловой активности и деловой репутации.
3. Рыночные. Проявляются в расширении доли рынка и выходе на новые рынки.
4. Маркетинговые. Возможность объединения маркетинговых кампаний, возможность создания новых продуктов.
5. Инновационные. Проявляется в случаях, когда целевая компания оказывается более сильной в отдельных областях: процессы, научно-исследовательские работы.
6. Управленческие. Связаны с развитием корпоративной культуры и стратегии, формированием рабочих и управленческих команд.
7. Организационные. Создание централизованных подразделений, оптимизации организационных структур.

Следует отметить, что синергия может проявляться как в прямом, так и косвенном виде. Прямая форма синергии опосредует изменение чистых активов компании-покупателя или денежных потоков объединенной компании. Косвенная форма синергии [61], в свою очередь, связана с изменением рыночной стоимости акций компании или изменения мультипликаторов.

Из вышеизложенного следует, что определение сфер возникновения и точный расчет синергетического эффекта при сделках слияния и поглощения представляет собой систему многоуровневого анализа и сложных расчетов.

Таким образом, на основе причин и условий возникновения синергетического эффекта было определено, что в сделках слияния и

поглощения при возникновении объединенной компании может возникнуть негативный результат. В экономической теории синергетический эффект представляется в форме математической записи « $2+2=5$ » или « $2+2>4$ », что исключает возникновение негативного результата, однако на практике он реально возможен. На основе вышеизложенного, автор представляет синергизм в виде « $2+2\neq 4$ », отражающий тот факт, что синергетический эффект при сделке интеграции наступит, однако может принимать как положительные, так и отрицательные значения.

На основе существующих определений синергетики и синергии, а также с учетом сущности и условий их возникновения, автором было сформулировано определение синергетического эффекта, которое наиболее полно отражает синергизм, который возникает при сделках слияния и поглощения. Таким образом, предложенная автором трактовка является следующей: синергетический эффект – 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.

Выводы к главе 1

Сделки по слиянию и поглощению представляют собой инвестиционные сделки, направленные на увеличение дохода компании. Автором был определен ряд факторов, которые оказывают влияние на стоимость компании небанковского финансового сектора в процедуре слияния и поглощения, среди которых: взаимодействие внутренних структур компании-покупателя и компании-цели, фактор монополии, налоговый фактор, фактор аккумуляции денежных средств, фактор диверсификации (внутренние факторы). Внешние факторы, оказывающие влияние на стоимость компании небанковского финансового сектора в процедуре интеграции, являются типичными для

определения стоимости компаний вне зависимости от того: находится ли она в стадии интеграции или нет.

Кроме того, выявлены особенности формирования стоимости, возникающие при осуществлении сделок слияния и поглощения. Среди них особенно важны процедура определения стратегии функционирования и слаженное взаимодействие внутренних организационно-структурных единиц. Данная особенность оказывает 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.

Как следствие, является нецелесообразным для долгосрочного инвестирования враждебное слияние и поглощение, поскольку в таком случае топ-менеджеры компаний заранее настроены на негативный исход.

Автором был проведен семантический анализ понятий слияния и поглощения, и определено, что фактическая передача активов и обязательств компании-цели поглощающей компании является и имеет название «поглощение». В свою очередь, «слияние» представляет собой более узкий термин и отражает непосредственно юридическую процедуру и технический процесс сделки.

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. Автором 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. Как следствие, является необходимым пересмотреть существующие методы оценки синергетического эффекта, поскольку целью сделок слияния и поглощения между компаниями является получение прибыли, а прибыль является исключительно положительной величиной.

ГЛАВА 2

ОСОБЕННОСТИ КОМПАНИЙ НЕБАНКОВСКОГО ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА ПО СДЕЛКАМ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

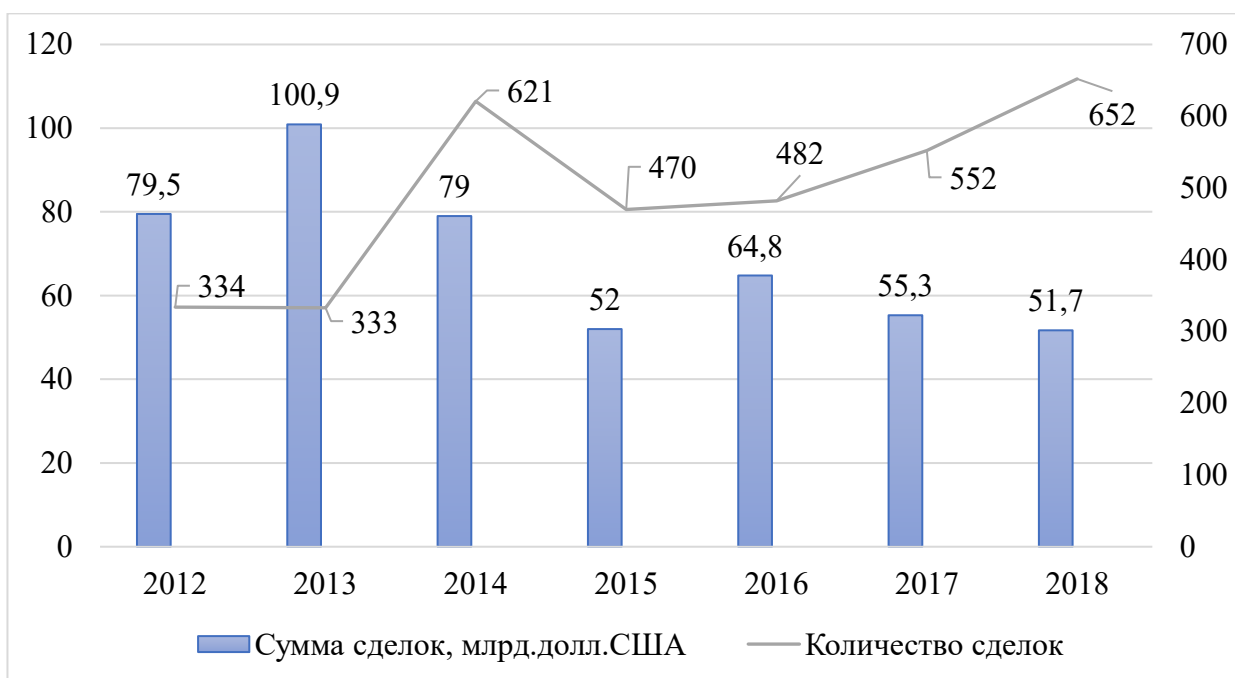
2.1 Анализ практического опыта слияния и поглощения компаний на российском и международном рынках

На российский и международные рынки сделок слияния и поглощения за последние несколько лет и, в частности, в течение первого полугодия 2018 года оказывала значительное влияние геополитическая неопределенность, вызванная событиями в мировой экономике, введением санкций применительно к российскому бизнесу, а также высокий уровень ожидания субъектов экономической деятельности действий от Правительства Российской Федерации [59] относительно реализации национальных проектов в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 07.05.2018 №204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» [7].

В 2018 году количество сделок слияния и поглощения в России было максимальным за период, начиная с 2012 года, и составило 652 сделки, в то время как минимальное их количество было в 2013 году и составило 333 сделки. Несмотря на увеличение количества сделок, в денежном выражении их объем значительно сократился [131] и достиг своего минимума в размере 51,7 млрд долл. США, по сравнению с 2013 годом когда было зафиксировано максимальное значение в 100,9 млрд долл. США.

Данное обстоятельство может быть обусловлено тем, что многие отечественные инвесторы воздерживались от крупных сделок по причине ряда факторов неопределенности, среди которых представляется возможным

перечислить тенденции цен на нефть, волатильности курса доллара, наличие санкционных прогнозов.



Источник: составлено автором на основе данных [131].

Рисунок 6 - Динамика рынка слияний и поглощений в России

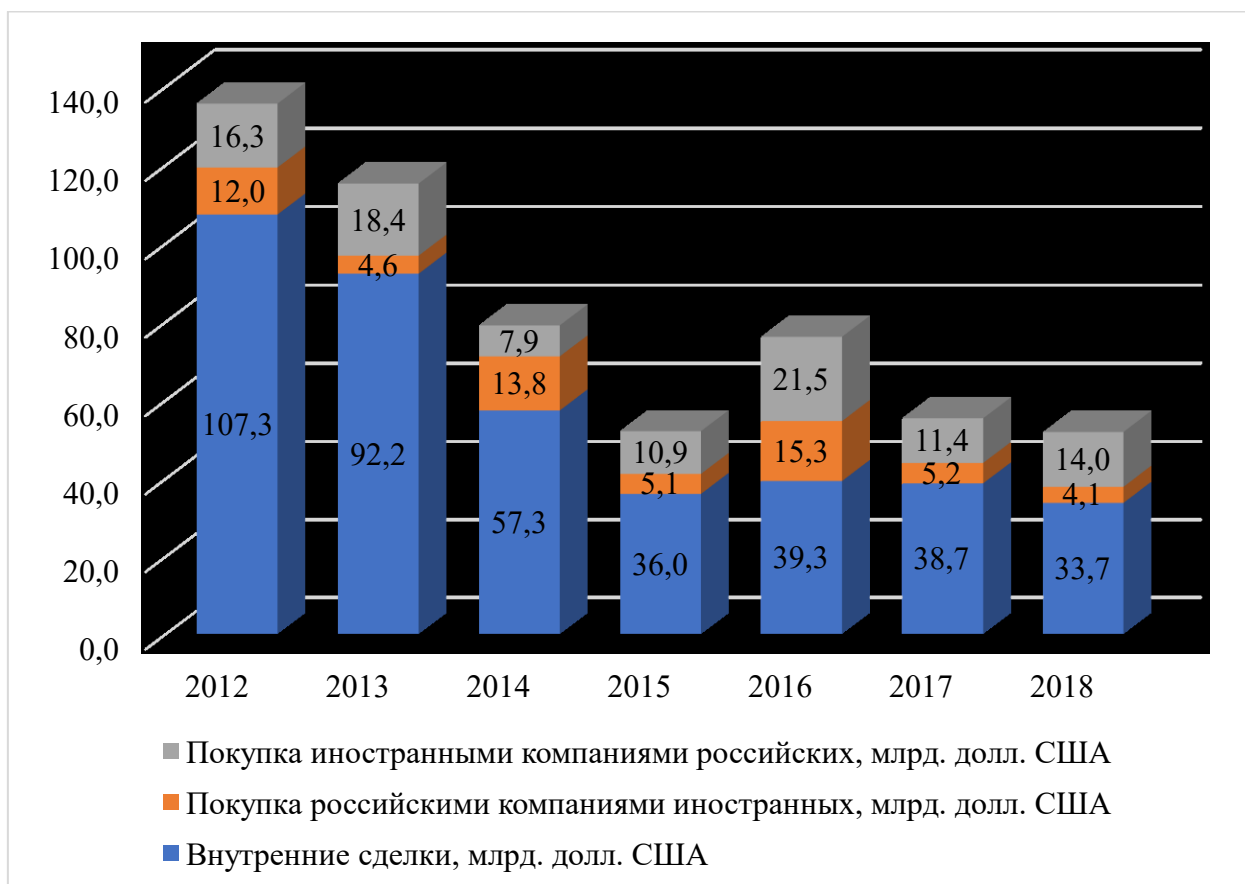
В 2018 году на внутренние сделки отечественными инвесторами было потрачено 33,7 млрд долл. США, что составляет больше половины, а именно 65,1% от всего объема сделок, совершенных за год. По количеству сделок показатель составил 493 сделки, что составляет 75,6% сделок от всего количества сделок за год.

Следует отметить, что в рамках международных сделок российские компании совершили выкуп иностранных активов на сумму более 4 млрд долл. США, что составляет 7,9% от общей суммы сделок по выкупу российскими компаниями иностранных активов, а в абсолютном выражении было совершено 72 сделки (11% от общего количества сделок по выкупу российскими компаниями иностранных активов), в то время как иностранные компании на выкуп российских компаний потратили 14 млрд долл. США (27% от общей суммы сделок по выкупу иностранными компаниями российских активов) и в абсолютном выражении совершили 87 сделок

(13,3% от общего количества сделок по выкупу иностранными компаниями российских активов).

Из вышеизложенного следует вывод, что российские инвесторы менее заинтересованы в иностранных компаниях, но при этом у последних интерес вырос, поскольку суммарный объем сделок в 2017 году составлял 11,4 млрд долл. США, что на 18,6% ниже показателя 2018 года.

Данные об объемах сделок представлены на рисунке 7.



Источник: составлено автором на основе данных [131].

Рисунок 7 - Динамика объема сделок слияния и поглощения в России



Источник: составлено автором на основе данных [131].

Рисунок 8 - Динамика количества сделок слияния и поглощения в России

Подобные тенденции на российском рынке слияний и поглощений объясняются тем фактом, что количество сделок, которые заключаются по российскому законодательству, значительно возросло, по сравнению со сделками, которые заключаются по международному праву, однако большинство крупных сделок, и в особенности сделки, совершаемые на международном уровне, по-прежнему, осуществляются в соответствии с английским правом, которое наиболее применимо для сделок по слиянию и поглощению, несмотря на то, что санкции, наложенные на Россию и бизнес, оказывают значительное негативное влияние, увеличивая риски и делая их непредсказуемыми.

Кроме того, приток иностранных инвестиций может быть связан с тем, что российский бизнес адаптировался к условиям, которые задаются мировой экономикой, а также общей стабилизацией отечественной экономики.

Рассмотрим основные данные по трансграничным сделкам рынка слияния и поглощения в разрезе четырех групп: покупка иностранными

компаниями отечественных активов по процентному распределению в зависимости от суммы сделок; покупка иностранными компаниями отечественных активов в разрезе соотношения количества сделок на регион в процентном выражении; покупка российскими компаниями иностранных активов по процентному распределению в зависимости от суммы сделок; покупка российскими компаниями иностранных активов в разрезе соотношения количества сделок на регион в процентном выражении.

Наибольший интерес по первой группе в 2018 году проявляли страны Европы, на них приходилось около 42% от всего объема суммы трансграничных сделок (принимается в размере 100%), на втором месте – страны ближнего Востока и Африки, доля которых составляла 35%, на третьем – Азиатско-Тихоокеанский регион с долей в размере 18%. В рамках второй группы, по количеству данных сделок (общее количество сделок принимается за 100%) 54% от общего количества трансграничных сделок приходилось на страны Европы, 18% на страны Азиатско-Тихоокеанского региона и лишь 8% на страны Ближнего Востока [131]. Из вышеизложенного следует, что страны Европы показывают наибольший интерес к российским активам как в разрезе суммы сделки (объеме в инвестиции), так и по количеству проведенных сделок. В свою очередь, согласно вышеприведенным относительным значениям, страны ближнего Востока и Африки совершили меньшее количество сделок, однако их объем (суммарные инвестиции) в рамках каждой сделки оказался значительнее.

При анализе третьей группы отмечается, что российские инвесторы скупали иностранные активы в основном в странах Европы (далее данные по процентам приводятся из расчета 100% - общая величина суммы сделок за год) – 49% от суммы трансграничных сделок, 19% приходилось на страны Азиатско-Тихоокеанского региона и 11% - на страны Северной Америки.

Принимая во внимание четвертую группу сделок, которая показывает количество сделок, приходящееся на покупку российскими компаниями иностранных активов, то здесь в процентах от количества сделок

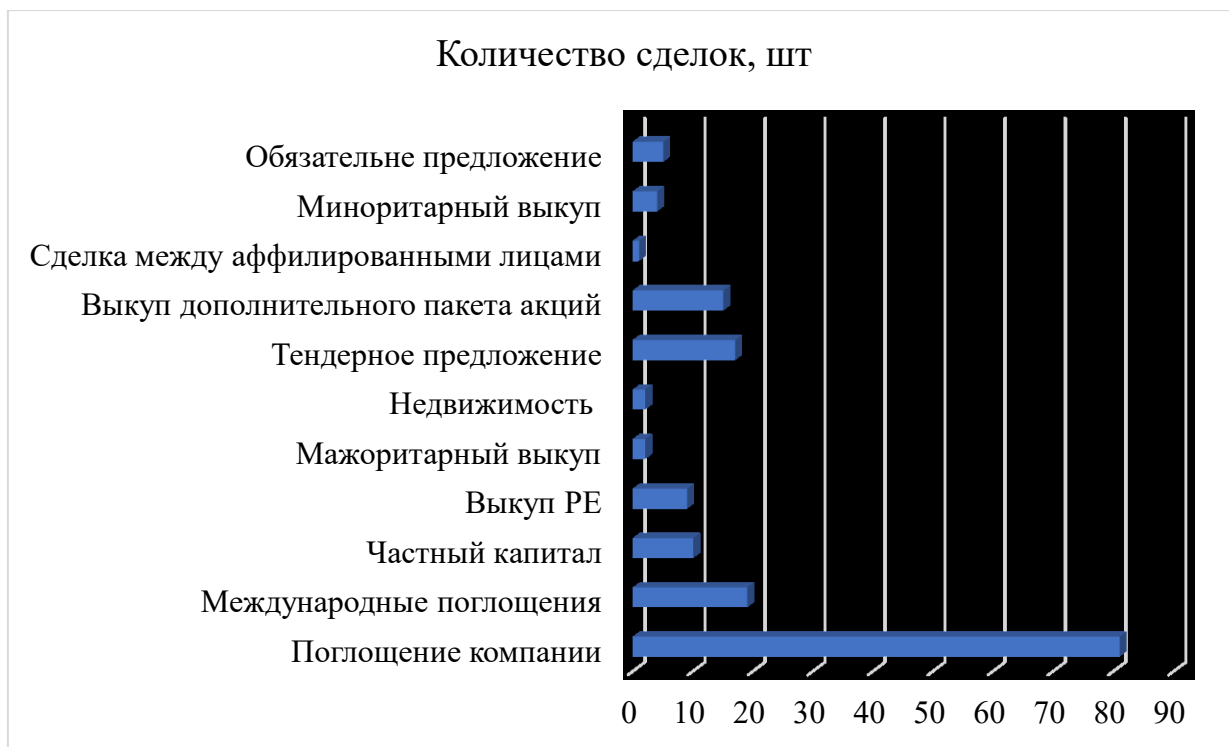
распределение по территориальному признаку выглядит [131] следующим образом (100% принимается за общее количество сделок за год по покупке российскими инвесторами иностранных активов):

- 32% от количества трансграничных сделок по покупке российскими компаниями иностранных активов в странах Европы;
- 18% - в странах Северной Америки;
- 13% - Центральная и Восточная Европа.

Следует отметить, что в настоящее время страны активно пытаются ввести механизм, при котором их антимонопольные службы могли бы оказывать влияние на сделки на рынке слияний и поглощений с точки зрения их влияния на национальную экономику страны. Все эти процессы создают серьезные барьеры для таких сделок для крупных компаний. Это происходит потому, что из-за увеличения числа формальных государственных процедур растут и издержки компаний с одновременным увеличением времени на оформление подобной сделки, что негативно влияет как на саму сделку, так и на эффект от нее для компании. В ряде случаев компании могут ждать оформление сделки более года, поскольку ее одобрение должно быть реализовано в нескольких юрисдикциях.

Общую динамику рынка сделок слияния и поглощения наглядно иллюстрирует MAATGLOB Index, автоматически рассчитываемый платформой Bloomberg (наглядно представлен в Приложении Б). Индекс иллюстрирует ежедневную сумму слияний, поглощений, отчуждений, объявленных во всем мире. Более того, MAATGLOB Index показывает тенденции на рынке слияний и поглощений, начиная с 1999 года, что позволяет провести сопоставление значений индекса с экономической ситуацией в мире и принять решение о целесообразности совершения сделки в текущий момент времени.

Анализ мирового рынка сделок слияния и поглощения с помощью платформы Bloomberg так же позволяет провести исследование в разрезе типов сделок слияния и поглощения представлен на рисунке 9.



Источник: составлено автором на основе данных [133].

Рисунок 9 - Анализ количества сделок слияния и поглощения в зависимости от их типов за период 01.01.2019 – 26.09.2019

Особого внимания заслуживает тип сделок в рамках выкупа PE и частного капитала. В отличие от российского рынка, на мировом рынке M&A набирают оборот сделки, в которых Акционерное общество (PE – private equity) приобретает компании с целью дальнейшей перепродажи. В данном случае синергетический эффект непосредственно для компании-цели будет либо принимать крайне низкое значение, либо являться отрицательным по ряду причин:

- компания-инвестор (акционерное общество) может реорганизовать компанию-цель путем создания интегрированной группы компаний с целью повышения прибыли при дальнейшей перепродаже. Однако существующая группа компаний может не отвечать слаженностью и организацией деятельности, вследствие чего компания-цель будет нести убытки;

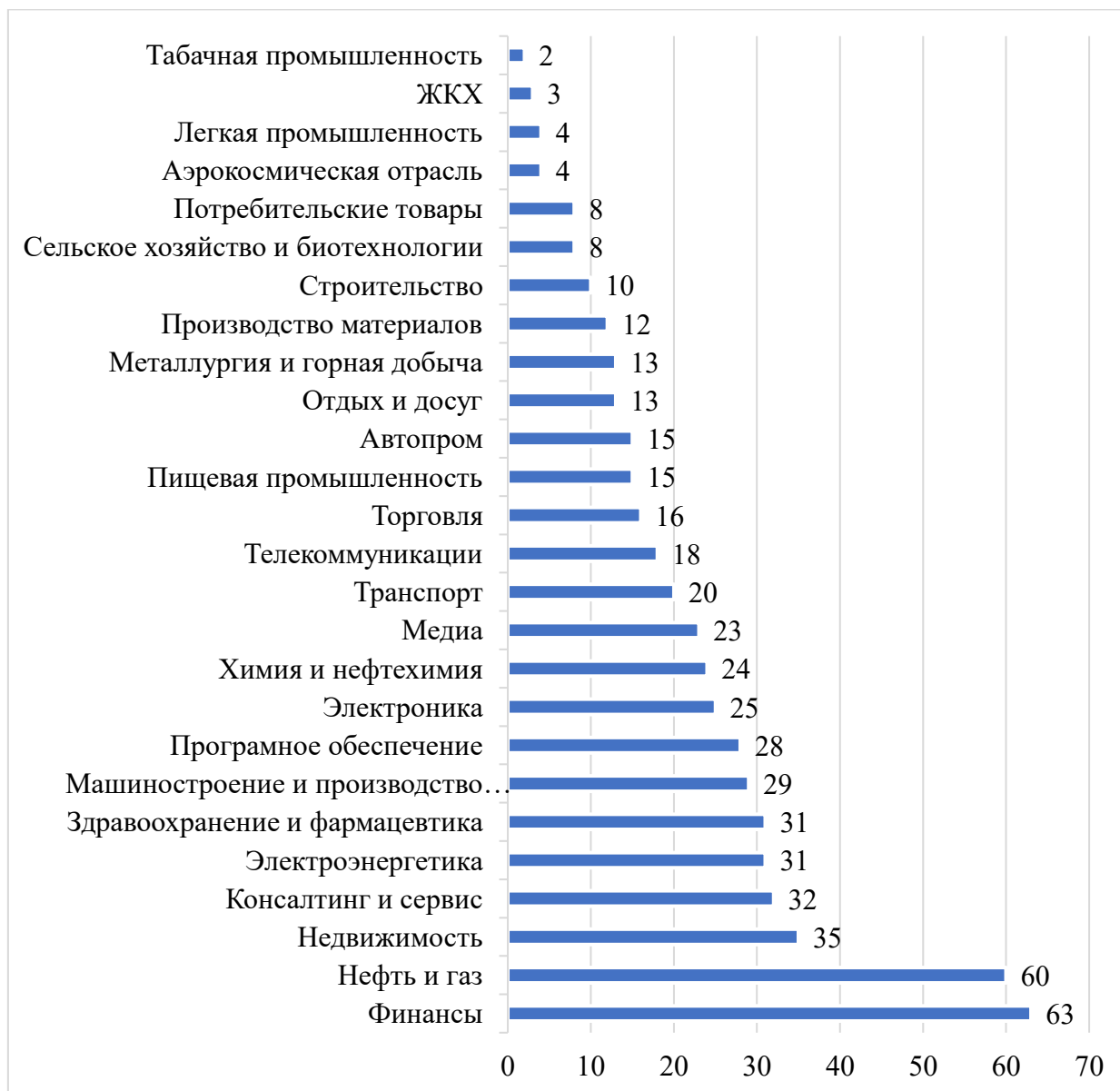
– компания-инвестор (акционерное общество) может продать компанию-цель через длительный период времени после ее приобретения, однако в таком случае барьерная ставка может превысить значение IRR (внутренней нормы рентабельности), что будет способствовать ускоренной продаже компании-цели либо ее экстренной реорганизации, как способ для компании-инвестора окупить свои инвестиции.

По данным компании КПМГ [131], приведенным в ежегодном аналитическом обзоре сделок M&A «Рынок слияний и поглощений в России в 2018 г», одними из крупнейших сделок являлись сделки в нефтегазовом секторе. Так, доля нефтяной компания ПАО «НК «Роснефть» была куплена Катарским суверенным фондом у Glencore International AG в размере 9,18% за сумму 4 427 млн долл. США. В свою очередь, ПАО «ЛУКОЙЛ» совершило выкуп у миноритарных акционеров доли в размере 5,2% на сумму в 3 000 млн долл. США. Total S.A. совершила выкуп доли ООО «Арктик СПГ-2» в размере 10% у ПАО «НОВАТЭК», стоимость этой сделки составила 2 550 млн долл. США.

В сфере инноваций и технологий ПАО «Мегафон», ПАО «Mail.ru Group» и АО «УК РФПИ+» выкупили СП AliExpress Russia у Китайской публичной компании Alibaba Group акции в размере 52% на сумму 1 053 млн долл. США, а также два частных российских инвестора Владимир Кремер и Евгений Ольховик совершили покупку в размере 23,1% акций компании ОС Oerlikon Management AG, являющуюся швейцарской компанией, которая специализируется в области машиностроения, на сумму в размере 1 324 млн долл. США.

Принимая во внимание мировые тенденции по сделкам слияния и поглощения в разрезе секторов экономики, в финансовом секторе сделок стоимостью больше 1 млрд долл. США было совершено, согласно данным РБК Quote [133], 63 сделки. Этот показатель занимает лидирующее положение среди остальных секторов. Второе место по количеству сделок с небольшим разрывом от финансового сектора занимает нефтегазовый сектор (60 сделок),

на третьем – бизнес, связанный с недвижимостью, - 35 сделок. Более подробно данные представлены на рисунке 10.



Источник: составлено автором на основе данных [133].

Рисунок 10 - Количество сделок слияния и поглощения в 2018 году, стоимостью выше 1 млрд долл. США на мировом рынке по отраслям

Однако в разрезе объема сделок большее количество денежных средств иностранными инвесторами было вложено в медиа сферу – 272,2 млрд долл. США, на втором месте - нефтегазовая отрасль – 271,9 млрд долл. США и финансовая сфера находится на третьем месте, объем которой составил

226,1 млрд долл. США. Данный факт может быть обусловлен тем, что у инвесторов повышенный интерес к медиа, нефтегазовой и финансовой сфере, что является вполне закономерным явлением, поскольку эти три сферы, в действительности, активно развиваются в мировом секторе экономики.



Источник: составлено автором на основе данных [133].

Рисунок 11 - Суммарный объем в денежном выражении сделок слияния и поглощения в 2018 году, стоимостью выше 1 млрд долл. США на мировом рынке

Компания Ernst & Young опубликовала аналитический обзор [128] «Россия. Барометр уверенности компаний», в котором разместила результаты опросов профессиональных участников рынка. По результатам данных опросов было выявлено, что 89% участников рынка сделок слияния и поглощения в 2018 году имели случаи, когда сделка была запланирована, но не была доведена до конца и осталась незавершенной.

Среди основных причин срыва сделок российские респонденты указывали на вмешательство активных инвесторов (23% респондентов), вмешательство со стороны регуляторов или государственных органов (22% респондентов) и высокий уровень конкуренции со стороны других покупателей или расхождение в цене или оценке (18 % респондентов).

Согласно анализу мнений российских профессиональных участников рынка слияний и поглощений [128], были определены основные тенденции рынка, которые следует ожидать в ближайшей перспективе (2019-2020 гг.). Ожидания российских респондентов связаны с вероятностью повышения числа барьеров в отрасли, которые будут препятствовать трансграничным сделкам (31% респондентов), продолжением активной политики фонда прямых инвестиций по поводу скупки активов (22% респондентов, и ростом рост сделок, связанных с развитием технологий и цифровизацией (22% респондентов).

Анализ мнений иностранных инвесторов подтверждает вышеуказанные ожидания с разницей в их вероятности наступления. Действий от фонда прямых инвестиций ждет 31% респондентов, в свою очередь, сделок, направленных на развитие технологий, ожидает 27% опрошенных, а рост барьеров ожидает лишь 23% опрошенных респондентов.

Резюмируя итоги, представляется возможным сделать вывод об общем развитии рынка сделок слияния и поглощения, которое вызвано повышением должной осмотрительности у инвесторов и совершенствованием методик проверки контрагентов с привлечением, в том числе, специалистов со стороны. Именно это может быть причиной того, что количество сделок

растет, а суммы, потраченные на эти сделки, сокращаются. Данный факт также можно обосновать активной заинтересованностью инвесторов в качественной оценке.

В 2017 году финансовый сектор занимал второе место в рейтинге по объему сделок слияния и поглощения, уступая первое лишь сектору в области энергетики [121]. Однако большая часть этих сделок была совершена в целях санации банков, так около 26% от всего объема сделок пришлось на сделки финансовых компаний и корпораций.

По итогам 2018 года общий объем сделок составил примерно 4 трлн долл. США. При этом было совершено 123 сделки, стоимость которых по каждой сделке превышает 5 млрд долл. США, и это составило примерно 38% от общемирового объема рынка слияний и поглощений.

На США пришлось большая часть сделок, суммарный объем которых оценивается примерно в 1,7 трлн долл. США. На страны, входящие в Европейский союз, пришлось сделок на сумму в 1 трлн долл. США. Следом по объему сделок идут азиатские страны, суммарный объем которых составил примерно 900 млн долл. США.

Наибольшее количество сделок слияния и поглощения было проведено в компаниях энергетического сектора: примерно 17,5% от всего объема сделок. На втором месте - компании в сфере технологий и инноваций, на них пришлось около 12,6 % от всего объема сделок.

Обостренный интерес к сфере технологий и инноваций может быть объяснен тем, что переход на цифровую экономику и, в принципе, идеи цифровой трансформации – одна из основных идей как бизнеса, так и государства. В России была разработана национальная программа «Цифровая экономика Российской Федерации», паспорт которой утвержден решением президиума Совета при Президенте Российской Федерации по стратегическому развитию и национальным проектам 24 декабря 2018 года. Основными целями данного проекта являются:

– разработка безопасной информационной и телекоммуникационной инфраструктур обработки и хранения данных в больших объемах, высокоскоростной передачи, которая будет в открытом доступе;

– переход на отечественное программное обеспечение государственными и частными секторами экономики.

Таким образом, развитие цифровых технологий является одним из приоритетов страны. Окончательный переход на цифровые технологии планируется осуществить до 2024 года, что и может являться одной из основных причин обостренного интереса на рынке слияний и поглощений к данному сектору.

2019 год начался с нескольких крупных сделок слияния и поглощения на мировом рынке. Одной из крупнейших сделок была покупка Кувейтским финансовым домом (Private Company Kuwait Finance House), являющимся крупнейшим банком Кувейта, который построен на принципах исламского банкинга, кувейтской-бахрейнской банковской группы Аль-ахли Юнайтед банк (Ahli United Bank B.S.C.) за 7,7 млрд долл. США [109].

В марте 2019 года крупнейшая компания по разработке технологий для финансового сектора Fidelity National Information Services Inc. приобрела компанию, которая занималась обработкой платежей Worldpay, а стоимость сделки составила 42,7 млрд долл. США [109].

Также в начале 2019 года состоялась сделка по покупке компанией Fiserv Inc., занимающейся технологиями и разрабатывающей программное обеспечение, а также занимающейся инвестициями в подобные разработки, другой компанией, а именно First Data Inc., которая с 1969 года находится на рынке и занимается обработкой операций по кредитным картам. Стоимость по данной сделке оценивается в 38,7 млрд долл. США [109].

На российском рынке также произошли несколько весьма крупных сделок слияния и поглощения за I квартал 2019 года. ПАО «МТС» совершило покупку 100% долей в уставном капитале ООО «Ит-Град 1 Клауд» (компания

по созданию и поддержке виртуальных серверов, являющаяся одним из крупнейших провайдеров в России). Стоимость этой сделки с учетом чистого долга составила 2 491 млрд руб. [115].

Помимо этого, ПАО «МТС» увеличило долю активов в ПАО «МТС-Банк», выкупив пакет акций в размере 39,48% на сумму 11,4 млрд руб. [115].

Группа инвестиционных компаний ООО «Севергрупп» в первом квартале 2019 года увеличила свою долю в компании Lenta ltd., выкупив 41,9% акций компании, и сумма этой сделки оценивается в размере 729 млн долл. США [123].

На российском рынке, помимо этого, прошла сделка в размере 150 млн долл. США [132]. Компания Altoville Holdings Limited, которая принадлежит О. Тинькову, продала акции компании GDR TCS Group, уменьшив свою долю в уставном капитале компании с 48,3% до 43,8%.

Таким образом, 2019 год начался с крупных сделок в сфере технологий (в т.ч. информационных), а также в финансовом секторе, что подтверждает тенденцию прошлых лет относительно интереса к данным сферам.

Общие тенденции российской практики рынка слияний и поглощений представляется возможным классифицировать в зависимости от типа сделки: горизонтальной или вертикальной. Так, наибольшую долю, начиная с момента становления рынка, занимали горизонтальные слияния, как следствие ряда причин, среди которых основными являются:

- итоги приватизации;
- недостаточный уровень концентрации капитала в ряде отраслей;
- несовершенство антимонопольного законодательства, которое было не приспособлено к современным условиям развития рынка и конкуренции;
- процесс глобализации, в основе которого были положены мотивы расширения производства и прогноза конкурентной ситуации в зависимости от требований мировой хозяйственной практики.

В свою очередь, российская практика вертикальной интеграции с позиции исторического опыта являлась вынужденным шагом, который опосредовали:

- условия разрушения сложившихся годами хозяйственных связей;
- рост неопределенности в предложении комплектующих, разделенных не только собственностью, но и границами государства (использование импортируемых комплектующих для производства товаров – характерно для промышленной сферы);
- разрушение контрактов, которые в административной экономике обеспечивались директивами сверху, а с переходом на рыночную - должны были учитывать требования рыночного механизма.

Из проведенного практического опыта сделок слияния и поглощения представляется возможным сделать вывод, что 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 сколько направленными на получение синергетического эффекта, а представляют собой способ выживания отечественного производства. В данной работе основной целью для осуществления процедуры реорганизации Автор рассматривает получение для компаний-участников прибыли, а саму процедуру - как осознанное решение компаний, а не вынужденную 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 проведенного анализа представляется возможным определить основные факторы, которые оказывают наибольшее влияние на рынок слияний и поглощений:

1. Макроэкономическая и политическая обстановка.

2. Достаточность ресурсов для инвестирования в рынок сделок слияния и поглощения.
3. Состояние рынка, в том числе количество банкротств компаний.
4. Корректность расчета и достоверность оценки стоимости компаний (доли компаний, активов), участвующих в сделке слияния и поглощения.

На основе практического анализа сделок слияния и поглощения в 2018 году и за I квартал 2019 года автор приходит к выводам о том, что четверть срыва сделок по слиянию и поглощению происходят из-за расхождения между компанией-покупателем и компанией-целью в стоимости или оценке сделки, что обуславливает необходимость выбора таких методов расчета стоимости компании, которые будут давать справедливую их оценку, удовлетворяющую интересам обеих сторон. Более того, было выявлено, что сокращение совокупного объема затрат на сделки, при росте общего количества последних, обуславливается повышением должной осмотрительности со стороны инвесторов на этапе стратегического планирования процедуры интеграции. Автором было выявлено, что наибольшую долю на рынке занимают именно поглощения компаний целиком (путем приобретения 100% акций или 100% доли уставного капитала). В зависимости от типа сделки по слиянию и поглощению преобладает тип горизонтального слияния, что обуславливает определение такого критерия осуществления сделки, как расширение сбыта товаров, работ или услуг.

2.2 Комплексный анализ эффективности сделок по слиянию и поглощению на примере российского бизнеса

Как отмечалось ранее, компании в поисках дополнительной прибыли, повышения эффективности бизнеса и выхода на новые рынки активно

используют процессы, связанные со слиянием и поглощением компаний, основной целью которых, является достижение положительного синергетического эффекта. Однако инвесторы нередко сталкиваются с проблемами, когда фактически достигнутый эффект значительно отличается от спрогнозированного.

В главе 1 были приведены классификации синергетического эффекта, а также было определено, что синергетический эффект наступает всегда, но может разделяться на положительный или отрицательный. На основе вышеизложенного, а также в связи с нарастающим интересом к подобному виду инвестирования компаниями возникает необходимость комплексного анализа эффективности сделок в России.

Комплексный анализ – это совокупность аналитических процедур, которые позволяют провести всестороннюю оценку деятельности организации в соответствии с ее основными целями для обоснования принятых решений (например, инвестиционных, операционных или стратегических) [68].

Таким образом, учитывая комплексный анализ эффективности сделок слияния и поглощения, необходимо определить, как данная сделка повлияет (или может повлиять) на финансово-хозяйственную деятельность организации. Комплексный анализ, согласно п. 7 Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса» (ФСО № 8) [11], обязательно проводится при оценке стоимости бизнеса, которая, как отмечалось в главе 1, является необходимым этапом при планировании и прогнозировании сделок слияния и поглощения.

Оценка результативности сделки слияния и поглощения происходит по определенным этапам, которые включают в себя: анализ отрасли, где предполагается слияние и поглощение; анализ финансового состояния компании-приобретателя; анализ финансового состояния компании-цели; оценка вероятности получения синергетического эффекта; определение потенциальных рисков при проведении сделки по слиянию и поглощению.

На этапе проектирования сделки по слиянию и поглощению для упрощения задач представляется возможным использовать автоматизированные системы для подготовки и сбора информации о компании-цели:

- Информационная система Bloomberg позволяет провести стоимостной анализ, а также рассчитать стоимость компании-цели с использованием метода компании-аналога в оценке бизнеса. Недостатком Bloomberg является ее цена, по большей части англоязычный объем данных, сложность применения, ограниченность информации по российским компаниям, акции которых не обращаются на рынке.

- Система «Factiva» представляет собой совокупность статей, новостных лент, аналитического материала, который возможно использовать для осуществления аналитического среза и дальнейшего количественного и качественного анализа целесообразности осуществления инвестиций путем приобретения компании-цели. Недостатком данной системы является наличие огромного новостного массива информации, который зачастую не содержит фактические значения о финансовом состоянии, перспективах развития компании-цели, что затрудняет непосредственно проведения количественного анализа обоснованности приобретения компании.

- Информационная система «СПАРК-Интерфакс» является базой данных по российским компаниям, включающая в себя как финансовую отчетность организации, так и картотеку арбитражных дел, регистрационную информацию и т.д. Главным недостатком данной системы является то, что компании могут сами присылать и дополнять отчетность о себе, направив в систему соответствующие документы, что приводит к наличию одинаковых отчетов о финансовых результатах, но с разными показателями. Тем не менее, на данный момент «СПАРК-Интерфакс» является единственной финансово-аналитической платформой, которая позволяет оперативно получить информацию о компании [56].

В целях проведения комплексного анализа эффективности сделок слияния и поглощения необходимо рассмотреть уже завершенную сделку и провести оценку синергетического эффекта. Для определения синергетического эффекта используют два основных аналитических подхода к определению – прогнозный и ретроспективный.

Прогнозный или перспективный подход основан на прогнозировании потенциального эффекта от планируемой сделки. Данный подход используется наиболее часто, поскольку, как отмечалось ранее, прогнозирование потенциальной эффективности от сделки слияния и поглощения – один из ключевых этапов в принятии решения о совершении сделки, а также при выборе компании-цели. Данный подход базируется на классических подходах к оценке стоимости: сравнительном, доходном и затратном.

Поскольку для комплексного анализа эффективности сделок слияния и поглощения необходимо рассматривать пример завершенной сделки, то данный прогнозный подход к анализу эффективности подробно рассматриваться не будет по причине того, что он применим на этапе принятия решения о сделке, а не после ее заключения.

Ретроспективный анализ рассматривает состоявшуюся сделку и позволяет судить о фактически образовавшемся синергетическом эффекте от слияния и поглощения двух и более компаний. При данном подходе к анализу сделки рассматривается как данная сделка повлияла на деятельность компании за определенный промежуток времени, а именно то, как она отразилась на тех или иных характеристиках ее деятельности.

Оба подхода к анализу имеют свои недостатки. Таким образом, перспективный подход несет в себе факт неопределенности, который невозможно спрогнозировать, а ретроспективный - не отражает экономическую целесообразность, а именно соотношение полученного результата и понесенных затрат.

При ретроспективной оценке выделяется [84] три основных метода к определению стоимости: бухгалтерский, рыночный и комбинированный.

Бухгалтерский метод основывается на анализе финансовой отчетности компании после сделки слияния и поглощения. При данном методе проводится сравнение показателей, характеризующих финансово-хозяйственную деятельность организации. Отобранные показатели рассматриваются в динамике для сравнения их до совершения сделки и после нее.

Рыночный метод подразумевает анализ показателя рыночной капитализации акций компании и отражает реакцию фондового рынка на состоявшуюся сделку. По результатам анализа эффективности сделки по слиянию и поглощению с позиции данного метода, с одной стороны, представляется возможным проследить реакцию акционеров и прибыльности компании-цели с точки зрения интеграции, а с другой стороны, возникают трудности в определении границы синергетического эффекта и стоимости компании-покупателя.

Комбинированный метод включает в себя совокупность применения бухгалтерского и рыночного метода одновременно. Данный метод анализа эффективности, по мнению автора, представляется возможным считать наиболее целесообразным, поскольку сопоставляются результаты двух предыдущих методов, и рассматриваются как внутренние изменения от сделки, так и реакция рынка на нее (внешние изменения).

Учитывая емкость рынка сделок слияния и поглощения финансового сектора, а также, принимая во внимание привлекательность данного сектора для потенциальных инвесторов, автор принял решение провести анализ эффективности сделки слияния и поглощения на примере компаний финансового сектора. Субъекты финансового сектора включают в себя компании, которые занимаются предоставлением финансовых услуг. Среди основных видов финансовых услуг можно выделить: банковские, страховые, инвестиционные, лизинговые, брокерские и т.д.

12 июля 2018 года состоялась сделка купли-продажи, в рамках которой ООО «МКБ-лизинг» было приобретено компанией АО «РЕГИОН Лизинг» и вошло в состав Группы компаний «РЕГИОН» [134]. Компания была выкуплена у ПАО «Московский кредитный банк» в размере 100% доли уставного капитала. Стоимость сделки составила 23,82 млн долл. США. После объединения ООО «МКБ-лизинг» было переименовано в ООО «РЕГИОН Групп Лизинг».

Рассматриваемая сделка предполагала объединение двух лизинговых компаний. Целью осуществления процедуры интеграции являлось объединение компетенций компаний для получения синергетического эффекта, который, как предполагалось, обеспечит увеличение портфеля.

Поскольку компания-цель не является акционерным обществом и ее акции не обращаются на рынке, рыночный и комбинированный методы оценки неприменимы. Таким образом, комплексная оценка эффективности будет проводиться при помощи бухгалтерского метода в рамках ретроспективного анализа.

Прежде чем переходить к анализу, необходимо рассмотреть основные мотивы данной сделки и цели, которые ставились перед руководством до ее совершения.

Рассматриваемая сделка была совершена по двум причинам: укрепление рыночных позиций, с одной стороны, и с другой, - доминирующей перед первой, - получение синергетического эффекта. Компания-цель была выбрана для того, чтобы осуществить выход на новые рынки. Компания-покупатель была сконцентрирована преимущественно на крупных проектах, в то время как компания-цель преимущественно работала с малым и средним бизнесом. Таким образом, их объединение предполагает не только выйти компании-цели на другой рынок, но и расширить свои компетенции.

Как следствие, является необходимым проведение детализированного анализа в целях определения эффективности состоявшейся сделки. Как отмечалось ранее, бухгалтерский метод подразумевает анализ финансовых

показателей деятельности компании в динамике – до и после сделки. Классически, данный анализ проводится по показателям рентабельности и ликвидности. Среди показателей рентабельности используются рентабельность собственного капитала (ROE), активов (ROA), продаж (ROS) и инвестиций (ROI):

- рентабельность собственного капитала отражает доходность для собственников;
- рентабельность активов отражает доходность совокупных активов и может отражать эффективность управления объединенных активов после сделки слияния и поглощения;
- рентабельность продаж позволяет определить количество прибыли, приходящееся на единицу продаж.
- рентабельность инвестиций отражает доходность хозяйствующего субъекта при использовании собственных и заемных средств.

В данном случае рентабельность продаж позволит определить эффективность слияния и объединения операционной деятельности компаний.

В свою очередь, к показателям ликвидности принято относить коэффициенты абсолютной, быстрой и текущей ликвидности. Абсолютная ликвидность отражает способность компании немедленно погашать свои обязательства за счет использования высоколиквидных активов. При анализе коэффициента быстрой ликвидности и отслеживании его в динамике, можно сделать вывод о возможности компании погасить текущие обязательства за счет средне - и низколиквидных активов. Текущая ликвидность отражает способность компании при помощи активов, которые быстро могут быть обращены в денежные средства, расплатиться по текущим обязательствам.

Поскольку участники рассматриваемой сделки относятся к рынку лизинговых услуг, показатели финансовой устойчивости не рассматриваются для оценки эффективности сделки, т.к. данная группа показателей имеет отношение к величине собственного капитала, в то время как структура капитала этих компаний преимущественно состоит из заемных средств.

Помимо перечисленных показателей, целесообразно провести анализ динамики лизингового портфеля до и после сделки, а также осуществить анализ динамики структуры портфеля по географическому признаку, поскольку, как отмечалось ранее, выход на новые рынки – одна из основных целей компании-покупателя в данной сделке.

Значения показателей рассчитывались по данным квартальной бухгалтерской отчетности ООО «РЕГИОН Групп Лизинг», взятой из информационного ресурса «СПАРК-Интерфакс».

Показатель рентабельности активов определяется как отношение чистой прибыли к средней величине активов. Значение данного показателя до сделки по итогам 2017 года составило 1,01%, а уже по итогам первого полугодия 2018 года анализируемый показатель увеличился до 5,32%. В первый после совершения сделки месяц рентабельность активов незначительно увеличилась до 5,45% и с каждым последующим отчетным периодом снижалась, так в III и IV кварталах показатель рентабельности активов достиг значения 5,4% и 0,5%, соответственно.

Соотношение чистой прибыли к средней величине собственного капитала позволяет определить показатель рентабельности собственного капитала. В июне 2018 года значение показателя составляло 65,91%, а после сделки в сентябре и декабре 2018 года и в марте 2019 года – 67,56%, 67,39% и 6,11%, соответственно.

Рентабельность продаж аналогично рентабельности активов после совершения сделки слияния и поглощения возросла с 19,36% до 19,68%, а в каждом последующем квартале начала сокращаться: по итогам декабря 2018 года рентабельность продаж составила 18,92%, а в январе 2019 года – 15,01%.

Коэффициент, отражающий рентабельность инвестиций, не имеет существенных изменений от квартала к кварталу за исключением первых кварталов каждого года.

Коэффициент текущей ликвидности характеризует платежные возможности компании, и принято считать, что его значение должно быть больше либо равно 1,5 [50]. Среднее значение данного коэффициента за первые три анализируемых периода в среднем составляет 1,5, в первый отчетный месяц после сделки произошел подъем, и значение коэффициента составило 2,08, а следом, по итогам 2018 года, - спад, и коэффициент составил 0,56.

Рекомендуемые границы показателя быстрой ликвидности составляют 0,7-1,0 [50]. Данный показатель основан на предположении, что платежи по дебиторской задолженности вносятся без нарушения условий договоров. В рамках рассматриваемой сделки показатель превышает рекомендуемое значение, что свидетельствует о возможности компании к погашению своих текущих обязательств.

Значение показателя абсолютной ликвидности отражает возможность компании в срочном порядке расплатиться по текущим обязательствам, и рекомендованные границы данного показателя составляют 0,2-0,5 [50]. Таким образом, значение данного показателя до сделки увеличивалось, а после сделки произошел спад с 0,21 до 0,15, а затем снова начался рост.

В совокупности показатели ликвидности характеризуются незначительным подъемом после сделки (среднее значение темпа прироста показателей ликвидности в сентябре 2018 года составило 3%). Данное обстоятельство может быть связано с перераспределением активов и денежных средств после сделки. Однако в последующие периоды среднее значение показателей темпа прироста составило 40% (по итогам декабря 2018 года) и незначительно увеличилось на 13% в марте 2019 года, по сравнению с декабрем. Изменения показателей и средних изменений по группам рентабельности и ликвидности представлены в таблице 3.

Таблица 3 - Цепные изменения показателей ликвидности и рентабельности

В процентах

Наименование показателя	Декабрь 2017	Март 2018	Июнь 2018	Сентябрь 2018	Декабрь 2018	Март 2019
Рентабельность активов	4,08	0,24	0,13	-0,05	-4,90	-0,10
Рентабельность собственного капитала	50,03	5,27	1,65	-0,18	-61,27	-0,90
Рентабельность продаж	0,67	-0,43	0,32	-0,76	-3,91	-0,82
Рентабельность инвестиций	2,93	-0,08	0,00	0,01	-3,91	-0,21
Среднее изменение показателей рентабельности	14,43	1,25	0,53	-0,25	-18,50	-0,51
Коэффициент текущей ликвидности	16,25	14,34	21,23	-73,02	14,03	-1,43
Коэффициент быстрой ликвидности	41,08	16,04	18,52	-68,10	21,74	5,86
Коэффициент абсолютной ликвидности	75,53	20,76	-31,86	19,90	2,48	17,36
Среднее изменение показателей ликвидности	44,29	17,04	2,63	-40,41	12,75	7,26

Источник: рассчитано автором.

В таблице 4 представлены средние значения показателей ликвидности и рентабельности до совершения сделки слияния и поглощения (4 квартал 2017 года, 1-2 кварталы 2018 года) и средние значения показателей после совершения сделки (3-4 кварталы 2018 года, 1 квартал 2019 года).

Таблица 4 - Средние значения показателей ликвидности и рентабельности до совершения сделки слияния и поглощения и после нее

Показатель	Среднее значение за три квартала до сделки	Среднее значение за три квартала после сделки
Рентабельность активов, %	3,81	3,78
Рентабельность собственного капитала, %	45,72	47,02
Рентабельность продаж, %	19,42	17,87
Рентабельность инвестиций, %	5,32	4,95
Коэффициент общей (текущей) ликвидности	1,50	1,09
Коэффициент относительной (быстрой) ликвидности	0,85	0,69
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,16	0,17

Источник: рассчитано автором.

Таким образом, можно увидеть, что после сделки произошло увеличение рентабельности собственного капитала и коэффициента абсолютной ликвидности. По остальным показателям наблюдается спад.

Как отмечалось ранее, структура капитала лизинговых компаний состоит в основном из заемных средств, а анализируемая компания до слияния принадлежала ПАО «Московский кредитный банк», что позволяет предполагать следующее: после слияния и поглощения могли произойти значительные изменения в соотношении заемных и собственных средств компании. Данный показатель выступает в качестве соотношения заемных и собственных средств и рассчитывается как отношение обязательств компании к собственным средствам. Значения данных показателей представлены в таблице 5.

Таблица 5 - Коэффициент соотношения заемных и собственных средств

Дата	Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	Цепной темп прироста, %
31.12.2017	9,51	-
31.03.2018	10,92	14,84
30.06.2018	11,38	4,22
30.09.2018	11,41	0,24
31.12.2018	11,54	1,22
31.03.2019	3,98	-65,56

Источник: расчеты автора.

Из таблицы видно, что, существенных изменений до первого квартала 2019 года данного коэффициента не происходило. Изменения произошли в марте 2019 года, когда коэффициент соотношения заемных и собственных средств снизился в 65,56% и составил 3,98.

Данное изменение связано со значительным сокращением объема заемных средств в структуре капитала компании.

Далее рассмотрим лизинговый портфель компании. Данные о портфеле по итогам года представлены в таблице 6.

Таблица 6 - Объем лизингового портфеля ООО «РЕГИОН Групп Лизинг»

Наименование	2016	2017	2018	Цепной темп прироста, %	
				2016-2017	2017-2018
Лизинговый портфель, млн. руб.	8 718	11 992	18 730	37,55	56,19
Новый бизнес, млн. руб.	5 915	8 347	13 237	41,12	58,58

Источник: составлено автором на основе данных [107; 112].

Лизинговый портфель представляет собой общую сумму лизинговых платежей к получению по действующим лизинговым договорам (без НДС), понятие «Новый бизнес» [107] компания понимает, как всю сумму платежей по договорам лизинга с учетом комиссии за сделку, авансовые платежи и иные лизинговые платежи, а также, учитывая НДС.

Таким образом, по итогам 2018 года увеличение лизингового портфеля произошло на 56,19%, в то время как по итогам 2017 года этот прирост составлял 37,5%. Существенное увеличение лизингового портфеля может объясняться результатом сделки по слиянию и поглощению, поскольку, помимо данного увеличения, произошла региональная диверсификация в компании после объединения. Данные о распределении структуры портфеля по географическому признаку представлены в таблице 7.

Таблица 7 - Распределение лизингового портфеля компании по географическому признаку
В процентах

Субъект	2017	2018	Изменение
Москва	65,26	55,21	-10,05
Санкт-Петербург	0,42	12,67	12,25
Центральный	9,47	19,66	10,18
Приволжский	8,42	4,30	-4,12
Южный	4,21	2,69	-1,53
Дальневосточный	3,16	2,04	-1,12
Сибирский	3,16	1,83	-1,33
Северо-западный	4,21	1,18	-3,03
Уральский	1,68	0,43	-1,25
Примечание - Данные приведены без учета доли портфеля, принадлежащей на контрагентов – нерезидентов			

Источник: составлено автором на основе данных [107; 112].

Представляется возможным сделать вывод, что территориальная диверсификация портфеля способствовала его увеличению, так как этот рост произошёл после объединения компаний АО «РЕГИОН Лизинг» и ООО «МКБ-лизинг» в ООО «РЕГИОН Групп Лизинг».

По мнению же Автора, максимальный синергетический эффект от сделки слияния и поглощения компания могла достигнуть лишь в том случае, если сделка M&A происходила бы между лизинговой компанией и банковской организацией. Помимо налоговых льгот, для банков лизинг несет также антициклическую функцию, компенсируя отрицательные явления банковских операций (например, повышение банковской ставки процента). Благодаря своей аффилированности, такого рода компании имеют возможность привлекать относительно дешевые кредиты. Обычно они осуществляют свои операции в координации с контролирующими их деятельность финансовыми институтами. Кроме того, работая с клиентами банка, лизинговые компании имеют возможность уменьшить свои риски.

Однако, в виду того, что выход на новые рынки и достижение синергетического эффекта являлись основными мотивами данной сделки, можно сделать вывод о достижении поставленной цели. Однако для точного учета результативности синергетического эффекта и установления его значения (положительное или отрицательное) необходимо проанализировать более длительные промежутки, что не представляется возможным, поскольку сделка была заключена менее двух лет назад.

В следствии проведенного анализа представляется возможным сделать вывод о проявлении различных форм синергии, свойственных финансовому сектору, которые рассматривались в 1 главе, а именно:

- Рыночная. Она проявляется в очевидном расширении доли рынка, диверсификации портфеля компании.
- Инновационная. Целью сделки было объединение компетенций компаний, поскольку одна из сторон более сильна в работе с крупным бизнесом, а другая – в работе с малым и средним предпринимательством.

Таким образом, произошло объединение компетенций и расширение возможностей.

– Финансово-экономическая. Она проявляется в очевидном изменении структуры капитала, распределении ресурсов, сокращении основных средств и доли заемных средств. Также произошло, согласно данным годовой отчетности [112] компании, увеличение чистых активов.

– Социальная. Согласно данным годовой отчетности [112] ООО «РЕГИОН Групп Лизинг», компания стала победителем в премии РАЭКС-Аналитика в номинации «Сделка года M&A на рынке лизинга», а также награждена дипломом в номинации «Динамичное развитие по итогам 2018 г.».

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.

Несмотря на тот факт, что бухгалтерский метод достаточно легок в применении, следует выделить его недостаток, который заключается в том, что невозможно однозначно установить влияние сделки и возникновение синергии на анализируемые показатели, однако совершенно очевидна зависимость расширения портфеля после сделки и территориальной диверсификации данного портфеля, что было целью данной сделки, которая

была достигнута, и которая, как следствие, позволяет судить о достижении положительных результатов объединения компаний АО «РЕГИОН Лизинг» и ООО «МКБ-лизинг».

Кроме того, не представляется возможным определить, как был бы оценен синергетический эффект от данной сделки на этапе ее планирования, а также точно установить, были ли достигнуты все цели и результаты.

2.3 Анализ методов оценки синергетических эффектов при слиянии и поглощении компаний

В качестве углубленного этапа стратегического планирования в рамках подготовки компаний небанковского финансового сектора к сделке по слиянию и поглощению используется детализированный расчет величины синергетического эффекта, возникновение которого возможно в результате интеграции.

Расчет синергетического эффекта осуществляется с помощью двух основных методов, которые являются базисом для модифицированных методов оценки синергизма.

В первом случае синергетический эффект выступает в виде чистой стоимости приобретения NAV , которая рассчитывается по формуле (1):

$$NAV = [V_{ab} - (V_a + V_b)] - AP - AE, \quad (1)$$

где V_{ab} – стоимость объединенной компании;

V_a – стоимость компании-покупателя;

V_b – стоимость компании-цели;

AP – премия за сделку, уплаченную компании-цели;

AE – расходы на процесс слияния или поглощения.

Следует отметить, что стоимость компаний рассчитываются на основе следующих подходов к оценке стоимости бизнеса: сравнительным, доходным и затратным, которые представлены в Федеральном стандарте оценки «Оценка бизнеса» (ФСО № 8) [11].

Наиболее простой метод расчета премии за сделку, уплачиваемой компанией-цели, представляет собой определение разницы между рыночной и инвестиционной стоимостью компании. Также расчет премии за сделку может производиться прямым или укрупненным методом. При использовании прямого метода требуется проводить непосредственную оценку рыночной и инвестиционной стоимости компаний и затем, путем вычитания, рассчитывать величину премии. Укрупненный метод имеет много частных случаев и, как следствие, формул расчета премии за контроль. Поскольку в данной работе синергетический эффект рассчитывается на примере слияния и поглощения компаний финансового сектора, акции которых котируются на бирже, приведем расчет премии за контроль через цены акций на рынке. Расчет премии за сделку на основе данных по акциям компании-цели производится по формуле (2) [110]:

$$AP = \left(\frac{P_{S_1}}{P_{S_0}} - 1 \right) \times 100\%, \quad (2)$$

где P_{S_1} – цена акции компании-цели после публичного объявления о сделке слияния или поглощения;

P_{S_0} – цена акции компании-цели за три месяца до публичного объявления о сделке слияния или поглощения.

Выбор используемых данных о ценах акции компании-цели взяты за три месяца до сделки для того, чтобы избежать [100] проникновения инсайдерской информации о слияниях и поглощениях на рынок, что может повлиять на изменение цены акции и на ее объективность.

Расходы на проведение сделки слияния или поглощения выражаются в виде транзакционных затрат и охватывают как материальные, так и

контрактные стороны сделки. Группировку расходов на проведение сделки слияния или поглощения представляется возможным разделить на следующие виды [79]:

- информационные расходы – расходы на поиск информации о потенциальных компаниях-целях и информации об их финансовом состоянии;
- расходы на ведение переговоров, составление контракта, подготовку пакета документов для сделки.

Вторым базовым методом расчета синергетического эффекта является определение сфер и источников возникновения синергизма, а затем суммирование полученных значений (рассчитывается фактическое значение синергетического эффекта после процедуры интеграции).

В широком смысле, синергетический эффект в экономике может формироваться путем комбинирования факторов общественного производства на всех уровнях хозяйственной деятельности и в ходе взаимодействия между уровнями, а также на всех стадиях воспроизводства. В таком случае синергетический эффект представлен в виде совокупности элементов: натуральных (научно-технические аспекты); экономических и финансовых (соотношение текущих затрат с будущими результатами); социальных; экологических (соответствие законам экологии природы и общества); художественно-эстетических. В основе каждого из элементов синергизма расчет эффекта производится через соотношение затрат на его достижение и стоимости результата.

В рамках диссертационного исследования автором предлагается анализ нескольких методов оценки синергетического эффекта: модифицированный метод Л.В. Кох и Т.В. Сергеевой, метод Н.В. Фадейкиной и К.Ю. Цынгакова, метод А. Дамодарана, метод диверсификации сфер деятельности компании на отдельные бизнес-процессы, метод математического моделирования прогнозной оценки финансовых результатов Л.А. Зимаковой. Выбор данных методов обуславливается тем, что базовые методы оценки синергетического эффекта полностью изучены, и уже определены их преимущества и

недостатки. Однако с учетом развития субъектов экономики, появления конгломератов, расширения рынка слияний и поглощений в финансовом секторе появляются новые методы расчета синергизма, которые учитывают современную сложившуюся конъюнктуру.

Особого внимания заслуживает модифицированный метод оценки стоимости синергетического эффекта, разработанный Л.В. Кох и Т.В. Сергеевой на базе метода оценки синергетического эффекта, сформулированного Н.В. Фадейкиной и К.Ю. Цынгакова.

Согласно Н.В. Фадейкиной и К.Ю. Цынгакову, оценка стоимости синергетического эффекта производится по следующим этапам:

1. Оценка рыночной стоимости компании-покупателя и компании-цели методом дисконтирования денежных потоков, где в качестве ставки дисконтирования выступает средневзвешенная стоимость капитала.

2. Оценка рыночной стоимости объединенной компании путем сложения стоимости компании-цели и компании-покупателя, рассчитанных в рамках первого этапа.

3. На основе данных о стоимости объединенной компании, полученной в рамках второго этапа, производится корректировка стоимости с учетом ожидаемого роста и денежного потока объединенной компании.

4. Оценка синергетического эффекта производится по формуле (3):

$$V_s = V_o - (V_b + V_a), \quad (3)$$

где V_s – величина синергетического эффекта;

V_o – стоимость объединенной компании (рассчитывалась на третьем этапе);

V_b – стоимость компании покупателя (рассчитывалась на первом этапе);

V_a – стоимость компании-цели (рассчитывалась на первом этапе).

Формула (3), представленная в качестве расчетной для оценки синергетического эффекта, является одним из заключительных этапов для оценки операционной синергии в труде А. Дамодарана «Инвестиционная оценка» [28]. Отличие данного метода от других заключается в том, что Н.В. Фадейкина и К.Ю. Цынгаков модифицировали базовую формулу А. Дамодарана путем учета в стоимости компании не только эффекта от операционной, но и от финансовой синергии. Однако, согласно методике Н.В. Фадейкиной и К.Ю. Цынгакова, предполагается, что рассчитанная величина синергии возникает мгновенно, сразу после объединения компаний, тогда как А. Дамодаран вводит понятие приведенной стоимости операционного синергетического эффекта. Расчет приведенной стоимости операционного синергетического эффекта производится на основе данных о периоде времени, требующемся объединенной компании для аккумуляции и проявления синергии, по формуле (4):

$$SPV_o = \frac{V_{so}}{(1 + R_e \times W_e + R_d \times W_d)^n}, \quad (4)$$

где SPV_o - приведенная стоимость операционного синергетического эффекта;

R_e – стоимость собственного капитала;

W_e – доля собственного капитала;

R_d – стоимость заемного капитала;

W_d – доля заемного капитала;

V_{so} – стоимость операционного синергетического эффекта

n – период времени, который потребует объединенной компании для проявления операционной синергии.

Преимущество данного метода состоит в том, что он учитывает все доходы и расходы обеих сторон сделки, однако не принимается во внимание такой количественный фактор, как гудвилл компании.

Ведущие экономисты Санкт-Петербургского Политехнического Университета им. Петра Великого Л.В. Кох и Т.В. Сергеева дополнили метод Н.В. Фадейкиной и К.Ю. Цынгакова, который учитывает гудвилл по формуле (5):

$$V_s = V_o - (V_b + V_a) - V_g, \quad (5)$$

где V_g – гудвилл.

Гудвилл компании вычитается из стоимости синергетического эффекта, поскольку нематериальный актив в полной мере реализуется только в той компании, в которой он используется. Таким образом, гудвилл учитывается как фактор уменьшающей величину синергетического эффекта, поскольку в сделках по слиянию и поглощению гудвилл может либо значительно снизиться в количественном выражении, либо стать равен нулю.

Для нивелирования ситуации искусственного завышения своей стоимости компании-цели предполагается оценка гудвилла с учетом показателей коэффициента q -Тобина, рассчитанная по формуле (6):

$$V_g = V_m - V_r, \quad (6)$$

где V_m – величина рыночной капитализации (для компаний, акции которых котируются на бирже) или величина рыночной стоимости активов (для компаний, акции которых не котируются на бирже);

V_r – восстановительная стоимость основных средств компании.

Все чаще при оценке синергетического эффекта сделок слияния и поглощения используют не конкретный метод в рамках одного из подходов к оценке, а комбинированные методы, например, оценка стоимости синергетического эффекта путем диверсификации сфер деятельности компании на отдельные бизнес-процессы (рассчитывается фактическое значение синергетического эффекта после процедуры интеграции).

Первым этапом в данном методе выступает определение сфер деятельности компании-покупателя, в которых планируется получить синергетический эффект. Вторым этапом выступает определение вида синергии – будет ли она являться финансовой или операционной. Далее следует произвести расчет экономии на затратах как разницы между текущими затратами и ожидаемыми после объединения компании. При возникновении операционной синергии происходит сокращение расходов компании (управленческих, производственных, коммерческих). Результат от операционной синергии (синергетический эффект от операционной синергии) рассчитывается по формуле (7) [129]:

$$S_o = \Delta\mathcal{E}_{\text{см}} + \Delta\mathcal{E}_{\text{пз}} + \Delta\mathcal{E}_{\text{сп}} + \Delta\mathcal{E}_{\text{упр}}, \quad (7)$$

где S_o – величина операционной синергии;
 $\Delta\mathcal{E}_{\text{см}}$ – экономия на затратах по сырью и материалам;
 $\Delta\mathcal{E}_{\text{пз}}$ – экономия на производственных затратах;
 $\Delta\mathcal{E}_{\text{сп}}$ – экономия на затратах по сбыту продукции;
 $\Delta\mathcal{E}_{\text{упр}}$ – экономия на управленческих затратах.

Следующим этапом выступает определение элементов, входящих в состав финансовой синергии, и расчет экономии на затратах в разрезе каждого элемента по формуле (8):

$$S_f = \Delta\mathcal{E}_з + \Delta\mathcal{E}_с + \Delta\mathcal{E}_н, \quad (8)$$

где S_f – величина финансовой синергии;
 $\Delta\mathcal{E}_з$ – экономия на процентах при привлечении заемных средств;
 $\Delta\mathcal{E}_с$ – экономия на расходах при увеличении доли собственного капитала;
 $\Delta\mathcal{E}_н$ – экономия на налоговых платежах.

Недостаток данного подхода заключается в сложности прогнозирования направления деятельности компании, в котором ожидается возникновение

синергии. Таким образом, мы приходим к выводу, что применять данный подход целесообразно только при условии отдельно разработанной методики учета прогнозируемого роста показателей.

Проводя анализ методов расчета финансовой синергии, следует отметить, что А. Дамодаран не рассматривает финансовую синергию как совокупность отдельных экономий, а приводит только отдельные факторы, которые представляют собой самостоятельные показатели финансовой синергии: пассивные деньги, долговая способность, выигрыши на налогах.

Под пассивными деньгами подразумевается тот вид финансовой синергии, когда компания с избытком денежных средств и с недостатком инвестиционных возможностей поглощает компанию с недостатком денежных средств, но с избытком возможностей для инвестиции.

Финансовая синергия в рамках выигрыша на налогах рассчитывается как приведенная стоимость экономии на налогах, вытекающая после слияния. Данный метод наиболее объективно использовать для компаний, обладающих большим количеством основных средств, представленных в виде зданий и сооружений. В таком случае после проведения поглощения компания, например, имеет возможность повысить стоимость своих основных средств с целью отражения в новой отчетности и, как следствие, возникают новые значения амортизационных отчислений. Затем для расчета финансовой синергии необходимо произвести дисконтирование экономии на налогах по ставке доходности на капитал.

Долговая способность объединенной компании находит свое отражение в качестве финансовой синергии, рассчитанной с использованием модели оценки опционов.

Модели опционного ценообразования, метод реальных опционов тоже используются [81] для оценки общего синергетического эффекта, полученного от сделки по слиянию и поглощению. Преимущества данных методов и моделей расчета заключается в том, что они учитывают вероятность наступления различных событий после интеграции таких, как: возникновение

эмерджентности, альтернативные способы использования интегрированного собственного капитала, выбор направлений инвестиционной деятельности. Несмотря на учет вероятности наступления различных событий, данные модели и методы обладают существенным недостатком. Так предпосылками использования модели Блэка-Шоулза выступает ряд допущений для объединенной компании, которая должна иметь равномерное распределение доходности, активы компании обладают высокой степенью ликвидности, опцион должен относиться к европейскому типу и не может быть исполнен до дня погашения, налоги и расходы отсутствуют. Для российских компаний использование опционных моделей и методов, по мнению автора, весьма проблематично, поскольку отечественный финансовый рынок предоставляет гибкие опционные контракты, которые включают в себя опционы с возможностью досрочного погашения [72].

К методам затратного подхода при оценке величины синергетического эффекта представляется возможным отнести метод математического моделирования прогнозной оценки финансовых результатов, разработанный экономистом Л.А. Зимаковой [64]. Данный метод построен на учете прогнозного результата от интеграции через бухгалтерский учет. Первоначальным этапом выступает выбор бизнес-стратегии объединенной компании, а затем корректировка бухгалтерских проводок в разрезе раздела баланса поэлементно на основе ожидаемых изменений. Далее необходима оценка рыночной стоимости активов и обязательств по «справедливой» стоимости [64], как обосновывает в своей работе Л.А. Зимакова. С позиции же автора настоящего исследования объективным будет являться расчет не справедливой стоимости, а непосредственно рыночной. Это связано с тем, что по своей сути справедливая стоимость - это цена, которая была бы получена при продаже актива или уплачена при передаче обязательства в ходе обычной сделки между участниками рынка на дату оценки, основанная на рыночных ценах [5]. Иными словами, в справедливую стоимость ложится только цена, основанная на данных рынках, тогда как при расчете рыночной стоимости

цены на рынке используются только два или один из трех подходов к оценке (в рамках сравнительного и доходного подхода при расчете стоимости основных средств, в рамках сравнительного подхода при оценке бизнеса). Более того, расчет рыночной стоимости производится в рамках отчета об оценке независимыми оценщиками с учетом требования действующего законодательства в области оценки, тогда как недостаток определения справедливой стоимости заключается в отсутствии документального подтверждения данной стоимости и вероятности манипуляций с финансовой отчетностью.

Далее, с учетом данных, полученных от оценки стоимости активов и обязательств, производится расчет факторного анализа синергетического эффекта.

Основными показателями в данной модели выступают: синергизм, финансовые результаты в разрезе активов и обязательств, чистые активы и чистые пассивы.

Синергизм в данной модели представляет собой сумму технологического, управленческого, финансового и налогового синергетического эффекта и рассчитывается по формуле (9):

$$V_s = V_{se} + V_{st} + V_{sm} + V_{sn}, \quad (9)$$

где V_s – величина синергизма;

V_{se} – синергизм издержек (представляет собой эффект, возникающий от объединения затрат организаций);

V_{st} – технологический синергизм (представляет собой эффект, возникающий от объединения технологий производства в организации);

V_{sm} – управленческий синергизм (выражается в виде эффекта от слияния управленческого персонала либо его диверсификации);

V_{sn} – налоговый синергизм (подразумевает под собой эффект, который получила организация от слияния и поглощения в

рамках налогового законодательства, например, приобретение льготных ставок в разрезе новых видов деятельности).

Основным недостатком данной модели является абсолютная взаимосвязь показателей, поскольку их расчет осуществляется один через другой. Проиллюстрируем данный недостаток на примере расчета величины чистых пассивов и синергизма издержек по формуле (10):

$$NL = NA_0 + V_{se} + V_{st} + V_{sm} + V_{sn} + FR_{fa} + FR_{ca} + FR_{cc} + FR_{ll} + FR_{sl}, \quad (10)$$

где NL – величина чистых пассивов;
 NA_0 – величина чистых активов на начало периода;
 FR_{fa} – финансовый результат оценки по рыночной стоимости внеоборотных активов;
 FR_{ca} – финансовый результат оценки по рыночной стоимости оборотного капитала;
 FR_{cc} – финансовый результат оценки по рыночной стоимости капитала;
 FR_{ll} – финансовый результат оценки по рыночной стоимости долгосрочных обязательств;
 FR_{sl} – финансовый результат оценки по рыночной стоимости краткосрочных обязательств.

В свою очередь, расчет величина синергизма издержек производится по формуле (11):

$$V_{se} = NL - (NA_0 + V_{st} + V_{sm} + V_{sn} + FR_{fa} + FR_{ca} + FR_{cc} + FR_{ll} + FR_{sl}). \quad (11)$$

Таким образом, представляется возможным наблюдать, что без знания одного показателя не представляется возможным рассчитать другой показатель, который рассчитывается с учетом значения первого.

В основе стоимости любого товара или услуги в условиях совершенной рыночной экономики лежит объективная базовая составляющая, как со

стороны производителя - необходимые затраты труда и умеренный размер вознаграждения (наценка на товар/услугу), так и со стороны рыночной стоимости – цены потребителя, соотношения между объемом продукции и его потребностью со стороны потребителей. Однако модель экономики, которая присутствует на рынках, в настоящее время очень сильно отличается от объективной. Под действием монополистических факторов стоимости товаров и услуг значительно отличаются от их объективной составляющей в рамках рыночной экономики. В таком случае при расчете синергетического эффекта в действующих ценах произойдет сильное их отклонение от объективных, поэтому эффект синергизма будет занижен, а затраты пропорционально возрастут. Из этого следует, что реально эффективные управленческие решения, прогнозы о темпах роста компании могут представляться неэффективными, в то время как неэффективные решения будут представляться в виде рациональных и целесообразных. Таким образом, реальный синергетический эффект возможно корректно рассчитать только при использовании стоимостей, очищенных от колебаний рынка (монопольного завышения или занижения [77]).

По мнению автора, при расчете синергетического эффекта с использованием доходного подхода методом дисконтирования денежного потока, при необходимости, требуется проводить корректировку показателей, используя методы нормализации. В общих случаях методы нормализации используются для компаний, которые были успешны в ретроспективе, но на момент оценки имеют негативное финансовое состояние [82] при соблюдении следующих предпосылок:

- невозможно осуществить прогнозирование доходов компании, так как в ретроспективе они уменьшались;
- не представляется возможным объективно оценить будущие налоговые платежи, что может деформировать общие затраты компании.

Автор согласен с позицией А. Дамодарана, которая строится на том, что синергетический эффект должен рассчитывать не моментно (на дату слияния

и поглощения), а за выборочный период времени после интеграции компаний. Поскольку процедура слияния и поглощения достаточно сложный процесс, при котором должно учитываться огромное количество факторов (стратегия объединенной компании, кооперация внутренних структурных единиц, изменения в цене и объеме услуг), непосредственно в течение года после слияния и поглощения объединенная компания может демонстрировать показатели доходности ниже ожидаемых. Таким образом, в случае незначительной прибыли или убытков для расчета корректного значения синергетического эффекта предлагаются следующие этапы:

1. Выявить причины низких показателей доходности или убыточности.
2. Провести анализ возможности устранения выявленных причин.
3. В случае возможности устранения выявленных причин в краткосрочном периоде использовать методы нормализации при расчете стоимости объединенной компании и значения синергетического эффекта.

Следует отметить, что сущность методов нормализации заключается в корректировке значения убытков компании на положительное, нормализованное значение прибыли. Выбор методов нормализации зависит от причин низкой доходности или убытков компании [82].

На основе проведенного исследования представляется возможным сделать вывод, что расчету ставки дисконтирования в существующих методах оценки синергетического эффекта уделяется недостаточное внимание. По мнению автора, при расчете ставки дисконтирования необходимо учитывать ряд положений [18]:

1. Провести анализ обоснованности использования фиксированного значения ставки дисконтирования на весь расчетный период и оценить необходимость расчета ставки дисконтирования с использованием модели кривой доходности в разрезе параметров.
2. Провести анализ влияния слияния и поглощения на компанию-цель через исследование консолидированного баланса компании-цели.

3. Составить прогнозный консолидированный баланс компании-цели, в котором будут отражены изменения строк баланса компании-цели (например, компании могут понадобиться кредиты, что окажет влияние на величину и долю заемного капитала и, как следствие, на величину ставки дисконтирования, рассчитанной методом средневзвешенной стоимости капитала).

4. При расчете ставки дисконтирования методом кумулятивного построения провести анализ и выборку факторов риска с учетом вероятности возникновения синергетического эффекта в разрезе мотивов слияния и поглощения.

Метод кумулятивного построения является экспертным методом расчета ставки дисконтирования. Выборка факторов риска осуществляется либо на основе практического опыта учета определенного набора факторов для конкретного актива, либо экспертно. Поскольку не существует сопоставимых процедур слияния и поглощения, каждая сделка обладает своим мотивом, каждая компания имеет свои особенности функционирования. В данном случае является целесообразным проводить расчет и анализ факторов самостоятельно заинтересованной стороне сделки. Автор считает, что количество факторов риска и сфера их возникновения должна находить корреляцию со сферами деятельности/показателями деятельности компании, в которых ожидается проявление синергетического эффекта. Это позволит не только провести дополнительный анализ стратегического аспекта сделки слияния и поглощения, но и повысит точность определения величины синергетического эффекта, ожидаемого после осуществления интеграции.

Проведя анализ методов оценки синергетического эффекта, представляется возможным сделать вывод, что в настоящее время отсутствует какой-либо универсальный метод оценки синергии для компаний, оперирующих в финансовом секторе.

Необходимо отметить, что корректно оценить синергетический эффект при сделках слияния и поглощения достаточно сложно, поскольку для

достижения синергизма является необходимым соблюдение принципа неаддитивности и комплементарности ресурсов при выборе компании-цели и осуществлении сделки.

На основе проведенного анализа методов оценки синергетического эффекта представляется возможным сделать следующие выводы:

- часть методов представляет собой расчет только потенциального синергетического эффекта (метод Н.В. Фадейкиной и К.Ю. Цынгакова), значение которого может значительно отличаться от фактического. Иными словами, отсутствует какая-либо информации об апробировании на практике вышеуказанных методик;

- гудвилл компании нецелесообразно принимать к учету при сделках слияния и поглощения, поскольку реакция рынка на слияние компаний является абсолютно не прогнозируема;

- метод А. Дамодарана указывает на тот факт, что мотив диверсификации никаким образом не влияет на значение синергетического эффекта, тогда как анализ практики сделок слияния и поглощения и комплексный анализ их эффективности, проведенный автором, наглядно свидетельствует об обратном;

- метод оценки синергетического эффекта через диверсификацию сфер деятельности компании и метод математического моделирования прогнозной оценки финансовых результатов Л.А. Зимаковой включают ряд определенных экономий, которые формируют синергетический эффект. Однако в параграфе 1.3 исследования автором было доказано, что синергетический эффект может являться как положительным, так и отрицательным значением, что противоречит вышеуказанной методике. Более того, методика не предусматривает выборку показателей в зависимости от конкретной сделки слияния и поглощения. Так показатели финансовой синергии, которые включают в себя экономию на расходах при увеличении доли собственного капитала являются здесь положительным проявлением

синергизма, тогда как для лизинговых компаний основную долю структуры капитала представляют именно заемные средства.

Таким образом, существующие методики оценки стоимости синергетического эффекта предполагают учет либо потенциального, либо фактического значения синергизма и не учитывают целесообразность интеграции данных показателей для повышения точности и результативности при определении синергизма.

Выводы к главе 2.

На основе проведенного во второй главе анализа можно сделать следующие выводы:

– участники рынка слияния и поглощения по итогам данных за 2018 год и за I квартал 2019 года показывают более высокую осмотрительность при осуществлении сделок по интеграции, о чем свидетельствует факт роста числа сделок, при сокращении объемов последних. Более того, Автором было выявлено, что большую долю на мировом рынке M&A занимают именно сделки по поглощению компании. С учетом того фактора, что сделки по слиянию и поглощению происходят через горизонтальную интеграцию, был определен основной критерий осуществления сделки – расширение сбытовой политики компании;

– 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; она не объединяет несовместимые виды деятельности; бизнес имеет четкую стратегию работы, цель выражена конкретными числовыми показателями. По российским компаниям

соответствие основных характеристик деятельности компаний представляется возможным проверить системой «СПАРК-Интерфакс», а в случае, если акции компании обращаются на бирже, то предлагается к использованию платформа Bloomberg;

– существующие методы оценки стоимости синергетического эффекта являются неэффективными ввиду ряда недостатков, среди которых основными представляется возможным выделить следующее: 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).

Автором обоснована:

– необходимость разработки модели результативности сделки слияния и поглощения при условии приобретения компанией небанковского финансового сектора 100% пакета акций или 100% доли уставного капитала, с учетом выявления факторов, которые могут оказать влияние как на процедуру до - так и после интеграции;

– 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;

– проведение нормализации финансовой отчетности потенциальной компании-цели для определения ее стоимости на этапе выбора компанией-покупателем объекта для слияния и поглощения.

ГЛАВА 3

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОСНОВ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

3.1 Развитие методического инструментария: основные принципы построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения

На основе большого количества теоретических исследований, подкрепленных апробацией на практике, в настоящее время сформировался определенный опыт в области развития методов определения стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения. Несмотря на данный факт, сущность оценки синергизма, а именно принципы построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта от интеграции компаний небанковского финансового сектора, до сих пор не были определены экономистами, что не позволяет в полной мере дать представление о целостности и системности синергизма. Таким образом, необходимым является определение методологического аспекта механизма стоимостной оценки сделок слияния и поглощения.

Начальным этапом построения любого механизма является определение методологических принципов и правил.

Механизм стоимостной оценки синергетического эффекта включает в себя совокупность элементов, которые воздействуют на формирование значения синергизма в процедуре слияния и поглощения. Иными словами, в рамках процедуры слияния и поглощения с учетом определенных мотивов сделки осуществляется процедура передачи действующего бизнеса в руки иных собственников, и происходит формирование механизма эффективного использования ресурсов.

Синергетический эффект состоит из трех элементов, которые включают в себя прибыль, текущие расходы и потребность в инвестициях. Элементы синергизма могут принимать как положительное, так и отрицательное значение: увеличение/уменьшение прибыли, снижение/повышение текущих расходов, снижение/повышение потребности в инвестициях.

Одним из элементов синергизма является прибыль, ее формирование и распределение строится на следующих принципах:

- выполнение обязательств перед бюджетом по выплате налогов;
- накопление собственного капитала;
- обеспечение материальной заинтересованности сотрудников компании;
- минимизация расходов при достижении наивысшего результата.

Касательно принципов формирования расходов существует только один принцип – принцип систематизации управления затратами. Следует отметить, что, возможно, на практике [45] принципов формирования расходов гораздо больше, однако в научной литературе выделяют только один.

Принципы формирования инвестиционного портфеля построены на ряде требований, предъявляемых к инвестиционным вложениям, а именно: обеспечение их ликвидности, доходности, роста и безопасности инвестиций (снижение риска возможного убытка от инвестиций [114]).

Синергетический эффект является результатом сделки слияния и поглощения, поэтому его представляется возможным рассматривать неотрывно от процедуры интеграции компаний. Из вышеизложенного следует, что на стоимостную оценку синергетического эффекта влияют и принципы сделок слияния и поглощения.

Перечень принципов сделок слияния и поглощения с их описанием приведен в таблице 8.

Таблица 8 - Принципы сделок слияния и поглощения

Наименование принципа	Описание
Принцип объединения	Строится в зависимости от характера отношений компании-цели и компании-покупателя (дружественное или враждебное) и от количества участников сделки (двустороннее или многостороннее слияние, или поглощение)
Принцип структурной оптимизации	Основан на эффективном изменении внутренней структуры компании. В результате сделки слияния или поглощения объединенная компания проводит устранение или консолидацию дублирующих отделов компании с целью повышения эффективности деятельности. В основе данного принципа лежит операционная экономия
Принцип синергии	Предполагает главным мотивом интеграции аксиому о том, что суммарная эффективность деятельности двух отдельных компаний является ниже, чем их совместная деятельность в случае осуществления сделки слияния и поглощения
Принцип дополнения специфичными активами и в целом повышения стоимости интеллектуального капитала.	Заключается в том, что объединенная компания обладает возможностью использовать человеческий капитал компании-цели и эффективно интегрировать его со своими человеческими ресурсами.
Принцип эффективного управления рисками компании	Возникает на этапах интеграции компаний и включает в себя процесс контроля за рисками в разрезе этапов сделки по слиянию и поглощению. Будет рассмотрен более подробно далее по тексту.
Принцип изменения стоимости компании	Риск возникновения отрицательного синергетического эффекта либо увеличение срока ожидания проявления положительного синергетического эффекта.

Источник: составлено автором на основе данных [76].

Как отражено в таблице выше, принцип эффективного управления рисками компании возникает на всех этапах процедуры слияния и поглощения. Так на этапе по разработке стратегии интеграции присутствует риск неверного выбора стратегии слияния и поглощения, как следствие, могут возникнуть проблемы при стоимостной оценке синергетического эффекта ввиду неправильно определенного прогнозного периода, который значительно отличается от действительного. При выборе компании-цели либо менеджеры по управлению процедурой интеграции, либо сама компания-цель для сокрытия собственных мотивов сделки могут предоставить недостаточное количество информации о своей компании (компании-цели) или исказить

существенную информацию, вследствие чего возможен риск принятия неверных решений (возникает асимметрия информации). Например, компания-цель может завянуть свои инвестиционные возможности, а компания-покупатель при формировании прогнозного денежного потока для расчета эффективности сделки будет учитывать инвестиционные возможности с учетом завышения (согласно искаженной информации), что приведет к положительному значению синергетического эффекта от сделки и, как следствие, сделает неверный выбор в пользу интеграции компаний.

На этапе определения стоимости компании-цели может произойти некорректное формирование стоимости бизнеса. Подобный риск, который приведет к завышенной стоимости приобретения, может возникнуть ввиду того, что практически все активы компании представлены в виде нематериальных активов, которые компания-цель успешно использует в своем бизнесе, а вот для компании-покупателя они не представляют никакого интереса. В случае заключения сделки возникает риск отказа компании-цели от сделки. Причин от отказа может быть бесчисленное множество, вплоть до повышения финансовой стабильности компании-цели и отсутствия для нее необходимости для интеграции, иными словами, потеря мотива для сделки слияния или поглощения. Однако объединенная компания в данном случае уже понесла ряд затрат на процедуру объединения, что приводит к неэффективному использованию как денежных средств, так и времени управляющих звеньев компании-покупателя на процедуру интеграции.

На этапе непосредственно самой интеграции у объединенной компании может возникнуть риск утраты или снижения стоимости из-за снижения кредитоспособности в связи с увеличением компании и отсутствием определенности в результате интеграционных процессов.

Заключительным этапом сделки слияния и поглощения является извлечение дополнительной стоимости (определение синергетического эффекта). Риск на данном этапе сопряжен с отсутствием синергизма ввиду воздействия на интеграционные процессы макро- или микросреды.

Принципы сделок слияния и поглощения, приведенные и сформулированные по тексту выше, следует дополнить рядом принципов, выделенных в опыте США по сделкам слияния и поглощения. Это обосновано тем, что рынок сделок слияния и поглощения в России достаточно молод, в отличие от рынка США, где возникли типы, формы и виды сделок по слиянию и поглощению.

В российской практике автором предлагается учитывать принцип определения ключевого триггера стоимости или движущую силу сделки. В качестве драйвера стоимости могут выступать как материальные активы (например, в промышленном секторе – уникальное сооружение, скважины, карьеры по добыче полезных ископаемых), так и нематериальные активы или человеческий капитал (характерно, например, для финансового сектора). Учитывая тот факт, что, согласно статистическим данным, в течение года после сделки слияния и поглощения в объединенной компании происходит массовое увольнение сотрудников, в случае выбора триггером человеческого капитала необходимо незамедлительно формировать и реализовывать план по удержанию подобного актива в объединенной компании. Примером такого плана может выступать формирование системы мотивации персонала, повышение сплоченности коллектива для снижения риска текучки кадров.

Особого внимания заслуживает учет принципа своевременной коррекции. Когда применяется решение о сделке по слиянию и поглощению, и формируется стратегия, включая прогнозный план ожидаемого результата, компания-покупатель всегда делает огромное количество допущений, поскольку не имеет и не может иметь всей необходимой информацией и точно учесть все риски интеграции. При завершении сделки слияния и поглощения и образования объединенной компании основная ошибка деятельности специалистов, ответственных за интеграцию, является поиск факторов, подтверждающих результаты дью-дилидженс. Однако необходимо не пытаться обосновать соответствие исследования, проведенного на

предварительном этапе сделки, а включать в него новые факторы, которые не принимались к учету ранее ввиду асимметрии информации.

Принцип гармонизации корпоративной культуры обладает огромным значением при учете стоимостного значения синергетического эффекта. Само понятие корпоративной культуры активно именно в финансовом секторе, особенно среди субъектов банковской деятельности (ПАО Сбербанк, Банк ВТБ (ПАО)). В рамках процедуры интеграции особенно в том случае, если главным триггером является человеческий капитал, необходимо ускорить появление синергетического эффекта через слияния корпоративных культур (в случае если у компании-цели имеется таковая) и дать сотрудникам компании-цели в максимально сжатый срок почувствовать себя членами новой команды.

Особого внимания заслуживает принцип учета возраста компании. При изучении методической литературы, публицистики, научных статей [26; 49; 90] автор обратил внимание, что в них не рассматривается влияние фактора возраста компании на эффективность сделки по слиянию и поглощению. Однако здесь имеется зависимость, которую можно сформулировать следующим образом: «если компания-покупатель является значительно моложе компании-цели, то сделка слияния и поглощения с большей долей вероятности окажется неудачной». Старая компания обладает устоявшейся структурой и внутренними обычаями делового оборота, которые достаточно тяжело сломать и изменить на новые [94].

Принцип эффективного использования менеджмента заключается в том, что при интеграции компаний всегда образуется наблюдательный совет, состоящий из топ-менеджеров как компании покупателя, так и компании-цели. При завершении процедуры интеграции возникает необходимость в принятии решения о дальнейшем распределении топ-менеджеров либо на иные должности в объединенной компании, либо поднимается вопрос о целесообразности их увольнения. Здесь отсутствуют однозначные рекомендации по решению подобной дилеммы, а следует учитывать

потенциал, профессионализм и опыт топ-менеджеров компании-цели для дальнейшего принятия решения.

Соблюдение принципа повседневной коммуникации. Успех любого бизнеса, будь то компания финансового сектора или промышленного, зависит от человеческого капитала, от сотрудников компании. После интеграции сотрудникам компании-цели необходимо объяснить мотив и план действий по дальнейшему развитию и функционированию компании для нивелирования того, чтобы они начали активно [74] внедряться в работу и позитивно отнеслись к осуществленной сделке.

Сделки по слиянию и поглощению имеют форму и относятся к сделкам прямого инвестирования [21]. На основе вышеизложенного следует, что при рассмотрении сделки слияния и поглощения и формировании синергетического эффекта необходимым является принятие во внимание принципов осуществления инвестиционной деятельности, а именно принципа системности.

Принцип системности исходит из сущности инвестиционного проекта, которая представляет собой сложную систему взаимосвязанных факторов и элементов. Основой принципа системности является формирование структурированной деятельности проекта и установка взаимодействия со всеми заинтересованными лицами, принимающими участие в проекте (в сделке по слиянию и поглощению).

Принцип финансового сопоставления сроков заключается в том, что компании необходимо устанавливать график поступления и расходования денежных средств. В случае выявления нарушений в несоблюдении установленных сроков возможна потеря координации движения денежных средств в компании.

Из исследования, проведенного в главе 2, следует, что ряд этапов при оценке величины синергетического эффекта базовым методом чистой стоимости приобретения строится на расчете стоимости компании-цели, компании-покупателя и объединенной компании. Расчет стоимости компаний

именуется иначе как оценка бизнеса, и на процесс расчета оказывает влияние ряд принципов. Для отражения принципов оценки бизнеса в сделках по слиянию и поглощению их представляется возможным выделить в следующие блоки: принципы, основанные на представлениях компании покупателя; принципы, связанные с эксплуатацией компании; принципы, обусловленные действием рыночной среды.

Первая группа принципов включает в себя принцип полезности, принцип замещения и принцип ожидания. Основным критерием стоимости любого актива является его полезность, поскольку бизнес имеет стоимость только в том случае, если он может быть полезен реальному или потенциальному собственнику. Принцип полезности основан на прямой зависимости стоимости компании от ее способности удовлетворять потребности собственника, и основывается на предпосылке, что стоимость бизнеса не должна быть выше минимальной цены аналогичной компании на рынке, обладающей сопоставимой полезностью. Рассматривая принцип полезности на примере инвестиционной деятельности (на примере сделок слияния и поглощения), следует учитывать то, что максимальное значение стоимости будет определяться через изучение других потоков доходов с сопоставимым уровнем риска и качества. Принцип замещения основывается на условиях учета принципа полезности и определяется как аксиома о том, что максимальная стоимость компании не может быть выше стоимости, по которой возможно приобрести сопоставимый объект на открытом рынке. На основе принципа полезности формируется также принцип ожидания, который является основным постулатом метода дисконтирования денежных потоков при оценке стоимости любого актива. Реализация принципа ожидания заключается в приведении будущих денежных потоков к текущему моменту времени.

Вторая группа принципов, связанных с эксплуатацией компаний, строится на основе оценки дохода. На процесс формирования дохода влияют основные факторы производства, которые включают в себя труд, землю,

капитал и предпринимательскую способность. Для учета каждого из факторов в общей структуре дохода реализуется принцип вклада, который заключается в том, что включение любого актива в деятельности компании целесообразно только в том случае, если затраты на приобретение актива ниже чем потенциально возможный прирост стоимости компании от его использования. Принцип остаточной продуктивности в рамках оценки бизнеса относится только и непосредственно к земельному участку или участкам, которые находятся в собственности у компании. Таким образом, данный принцип характерен для осуществления оценки бизнеса компании, у которой большая часть активов представлена земельными участками, что не имеет отношение к компаниям финансового сектора, у которых большая часть активов состоит из прав требования, денежных средств, акций и облигаций и т.д. [17]. Из вышеизложенного следует, что данный принцип при проведении оценки компании финансового сектора в процедуре слияния и поглощения не оказывает влияние на механизм стоимостной оценки синергетического эффекта.

Изменение того или иного фактора производства оказывает влияние на стоимость компании. Соответственно, при учете новых ресурсов в составе основных факторов производства растет и чистая отдача. Чистая отдача превышает темп роста затрат до достижения определенной точки, после этого чистая отдача растет, однако уже менее интенсивно и до тех пор, пока затраты на новые добавленные ресурсы не превысят величину чистой отдачи. Данный принцип базируется на общеэкономической теории и носит название принципа предельной производительности.

Особое значение в рамках принципов оценки бизнеса следует уделить принципу сбалансированности (пропорциональности). Механизм функционирования компании является сложной экономической системой, который строится на сбалансированности и пропорциональности. Наибольшая эффективность бизнеса строится на пропорциональности факторов производства и их взаимоучете между собой (например, по пропускной

системе и иным характеристикам). Условие действия данного принципа строится и на соответствии размеров компании потребностям рынка. Например, диверсификация деятельности и появление новых филиалов компании финансового сектора в том месте, где это экономически не выгодно, и отсутствует потребность населения в том виде услуг, которые предоставляет компания, будет негативно влиять на финансовое состояние компании, и эффективность бизнеса будет снижаться. По мнению автора, на основе исследования мотивов и сущности сделок слияния и поглощения данный принцип необходимо учитывать и на этапе стратегического планирования, поскольку основная цель деятельности любой коммерческой организации - получение прибыли, а прибыль компания генерирует через удовлетворение потребностей населения и потенциальных покупателей. Таким образом, в случае непринятия во внимание принципа сбалансированности (пропорциональности) компания, при наличии экономии от отдельных видов деятельности после процедуры интеграции, может нести расходы, поскольку у объединенной компании образуется излишек предложения, который является избыточным для рынка.

Третья группа принципов включает в себя принципы, обусловленные действием рыночной среды и основывающиеся на соотношении спроса и предложения. Бесспорно, стоимостью, которая будет удовлетворять и покупателя, и продавца, является равновесная стоимость. Однако данное понятие характерно только для утопичной модели рынка совершенной конкуренции, которая, в действительности, не встречается ни в одном из сегментов рынка потребительских товаров, работ и услуг.

Когда компания подчиняется тенденциям рынка, обеспечивает потенциального покупателя новым видом необходимых услуг (например, развитие рынка страхования, по мере развития транспортной инфраструктуры появилось ОСАГО, КАСКО, страхование при авиаперевозках), она автоматически соблюдает принцип соответствия, и стоимость бизнеса будет

так же соответствовать средним значениям на сопоставимые компании на рынке.

На основе принципа соответствия строятся принципы прогрессии и регрессии. Принцип прогрессии напрямую отражает сущность синергетического эффекта, поскольку в его основе лежит предпосылка о том, что в случае влияния на деятельность бизнеса соседних компаний, например, их объектов, которые обеспечивают развитую инфраструктуру, стоимость бизнеса увеличивается. Принцип регрессии заключается в том, что в случае наличия у компании излишков улучшений стоимость бизнеса будет искусственно завышена. Данный принцип наглядно проявляется в действии при возникновении ситуаций переоценки компанией-покупателем компании-цели вследствие присутствия у последней большой доли нематериальных активов в общей структуре бухгалтерского баланса. Причем таких нематериальных активов, которые может использовать только самостоятельно компания-цель, а не объединенная компания.

Принцип конкуренции является объективным не только для оценки стоимости бизнеса, но и для проведения сделки по слиянию и поглощению на этапе планирования и осуществления процедуры дью-дилидженс. В основе принципа лежит постулат о том, что в случае возможного обострения конкуренции на рынке данный факт следует учитывать при формировании прогнозных показателей функционирования бизнеса либо через увеличение доли влияния рискованных ситуаций на деятельность компании, либо за счет снижения доходов. Однако оба способа учета прогнозной ситуации конкурентной борьбы снизят стоимость бизнеса. При сделках слияния и поглощения учет данного принципа необходим в том случае, если возможно предположить, что объединенная компания займет новую нишу на рынке предоставления услуг, что повлечет за собой обострение конкуренции и появление неопределенности, основанных на действиях конкурентов. На основе вышеизложенного вытекает принцип зависимости от внешней среды, т.к. на деятельность бизнеса влияют не только внутренние факторы, но и

внешние: конъюнктура рынка, уровень политической и экономической стабильности в стране. Ввиду того, что вышеуказанные факторы влияют на компанию через изменение стоимости бизнеса, то данный принцип (принцип изменения стоимости) принимается к учету при оценке бизнеса.

Заключительные принципы оценки бизнеса напрямую взаимосвязаны с активами (недвижимым и движимым имуществом), которые входят в их состав, а именно: принцип экономического разделения (экономическое разделение или соединение имущественных прав, которое в зависимости от ситуации может увеличить стоимость бизнеса) и принцип наиболее эффективного использования (имущество должно использоваться с учетом факторов юридической правомочности, финансовой целесообразности, экономической приемлемости и максимальной эффективности).

Принцип вклада, принцип предельной производительности (входят во вторую группу принципов в рамках процедуры оценки бизнеса), принцип прогрессии, принцип зависимости от внешней среды, принцип изменения стоимости (третья группа принципов оценки бизнеса) представляется возможным использовать в качестве принципа формирования стоимости синергетического эффекта. Принцип вклада предлагает сформулировать его следующим образом: выбор одного из подэлементов в качестве составляющего при определении суммарной величины синергетического эффекта основывается на предпосылке о том, что при сделке слияния и поглощения образовалась экономия от использования этих подэлементов. Например, компания-покупатель до сделки слияния и поглощения тратила значительные средства на оплату топ-менеджмента по отношению к собственным доходам, которые после сделки уменьшились, по сравнению с доходом объединенной компании. Таким образом, доход объединенной компании превысил величину собственного дохода компании до сделки по слиянию и поглощению, тем самым совокупные затраты уменьшились (затраты на оплату топ-менеджмента), и стали составлять меньшую долю расходов чем прежде.

Сущность принципа предельной производительности построена на маржиналистской теории предельной полезности и является применимым к любым благам, что делает возможным рассматривать его применительно к синергетическому эффекту. Для целей построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта данный принцип следует учитывать так: синергетический эффект после сделки слияния и поглощения проявляется постепенно через возникновение экономий от сделки, однако с течением времени он нивелируется. Здесь важно пояснить следующее: синергетический эффект возникает как суммарное значение экономий, либо как разница между стоимостью объединенной компании и суммой стоимостей компании-покупателя и компании-цели за вычетом расходов на сделку и премии, уплаченной компании-цели за сделку. Базовой точкой для расчета синергетического эффекта является сравнение между состояниями компаний до сделки и после. Однако по мере увеличения времени после сделки слияния и поглощения объединенная компания развивается и изменяется, подчиняясь тенденциям экономического цикла, и ее уже нельзя сравнить с компанией-целью и компанией-покупателем до объединения. Из вышеизложенного следует, что в таком случае синергетический эффект пропадает.

Принцип зависимости от внешней среды оказывает влияние на стоимостное выражение синергетического эффекта через опосредованное влияние политических, экономических и конъюнктурных рисков. При расчете синергетического эффекта путем приведения будущей стоимости бизнеса к текущей особому вниманию подлежит учет данных факторов в составе ставки дисконтирования. Поскольку величина синергетического эффекта изменяется ввиду воздействия вышеуказанных рисков, вступает в действие учет принципа изменения стоимости.

В общем случае все вышеприведенные принципы в полной мере отражают только основные закономерности формирования стоимостной оценки синергетического эффекта.

В зависимости от принципов формирования стоимостной оценки синергетического эффекта и мотивов сделок слияния и поглощения представляется возможным определить выбор критериев компании-покупателя для осуществления сделки, которые направлены на достижение положительного значения синергизма. На основе проведенного исследования Автор выделяет следующие типы критериев:

- размер компании-цели в зависимости от размера компании-покупателя – чем меньше разница в относительном размере между компанией-покупателем и компанией-целью, тем сложнее осуществить процедуру реорганизации;
- цели лиц, управляющих компанией (акционеров, совета директоров, генерального директора);
- значительность изменения структуры активов участвующих компаний.

Дополнительным критерием для компаний финансового сектора (например, страховых или лизинговых) может являться количественное выражение выгоды от осуществления реорганизации. Поскольку при слиянии и поглощении банковской организацией лизинговых или страховых компаний, последние получают ряд льгот в виде расширения клиентской базы, выгодных процентных ставок (для лизинговых компаний) и т.д.

Помимо критериев компании-покупателя, стоит рассмотреть и критерии для сделки компании-цели, среди которых Автору представляется возможным выделить следующие:

- капитализация при продаже (получение прибыли от продажи – премии за сделку);
- продажа непрофильного или убыточного актива в структуре корпорации;
- замедление темпов роста сектора, переход на этапы зрелости или упадок сектора;
- недостаток оборотного капитала;

– потеря репутации и изменение имиджа компаний.

Тем не менее, при осуществлении реальной сделки по слиянию и поглощению может возникнуть ряд факторов, которые исказят их действие ввиду несовершенства рыночных отношений в целом во всей экономике. Однако, поскольку целью данного исследования является развитие инструментария стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения, автор произвел выборку и сформулировал следующий ряд универсальных принципов, которые будут способствовать формированию действительной величины стоимостной оценки синергетического эффекта вне зависимости от появления рисков факторов.

Синергетический эффект возникает в сделке по слиянию и поглощению, и то, каким образом, в каких условиях происходила сделка, оказывает опосредованное влияние на значение синергизма после завершения сделки. Для определения основных принципов построения механизма стоимостной оценки синергетического эффекта автор произвел 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, автором было предложено: принимать к учету в рамках российских реалий принцип определения ключевого триггера стоимости или движущую силу сделку, 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. Автором были рассмотрены 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 слияния 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 автором было определено, что, помимо принципов сделок слияния и поглощения, принципов оценки бизнеса, принципов формирования структурных элементов синергизма, необходимо учитывать принципы достижения синергетического эффекта. Были разработаны основные принципы достижения синергетического эффекта для компаний небанковского финансового сектора, 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 выделим следующие:

- принципы, основанные на элементах формирования синергизма;
- принципы стоимостной оценки;
- принципы сделок слияния и поглощения;
- принципы достижения синергетического эффекта.

На основе практического опыта слияний и поглощений, учитывая недостатки существующих методов оценки синергетического эффекта, которые были рассмотрены в рамках главы 2, 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.

3.2 Алгоритм оценки результативности сделок слияния и поглощения

Цели осуществления сделок слияния и поглощения обусловлены в достижении компанией небанковского финансового сектора определенных результатов, сформировавшихся в ходе определения основных мотивов заключения сделки. Как уже было исследовано ранее, мотивы компании могут проявляться в самых различных формах: мотив сокращения издержек, мотив увеличения доли рынка, инвестиционные мотивы и т.д. Однако достижение компанией своей цели не будет отражать результативность сделки по слиянию и поглощению в общем смысле, поскольку процедура интеграции могла повлиять не только на то направление деятельности компании, к которому относился мотив сделки, но и на иные направления бизнеса.

В общем виде термин «результативность» определяется как соотношение между фактическими результатами и плановыми. В рамках исследования сделок слияния и поглощения результативность следует

рассматривать как отношение между потенциальным синергетическим эффектом и фактическим. Необходимость разработки данного алгоритма обусловлена тем, что, несмотря на проведение процедуры дью-дилидженс на этапе стратегического планирования сделок слияния и поглощения, в дальнейшем, когда возникла и функционирует объединенная компания, ее фактический синергетический эффект является далеким от значения прогнозного [32] как в положительную, так и отрицательную сторону. Таким образом, хотя компания и несет временные и трудовые затраты на дью-дилидженс, данная процедура оказывается неэффективной.

Учитывая тот факт, что объединенная компания после процедуры интеграции оказывается в положении адаптации к изменившимся условиям, вследствие различия потенциального значения синергизма от фактического, объединенная компания (в случае отрицательного значения синергетического эффекта) будет вынуждена экстренно осуществлять действия, направленные на нивелирование синергизма. С другой стороны, в случае недооценки синергетического эффекта, например, если мотивом сделки являлось получение крупных контрактов, объединенная компания может столкнуться с нехваткой сотрудников для исполнения контрактов, вследствие чего может возникнуть просрочка исполнения условий контрактов, и компания будет нести расходы на выплату неустойки. Из вышеизложенного следует, что как переоценка, так и недооценка синергетического эффекта может оказать негативное влияние на финансовое состояние компании, что обуславливает необходимость разработки алгоритма оценки результативности сделок слияния и поглощения, которая будет нивелировать вероятности высокой корреляции между потенциальными и фактическими значениями синергизма.

Составной частью разрабатываемого алгоритма являются основные принципы механизма стоимостной оценки синергетического эффекта, поскольку без их учета алгоритм переходит в несовершенное состояние, что может привести к неточности полученных результатов.

Построение алгоритма предполагается производить по следующим этапам с учетом базовых принципов [35] моделирования:

1. Определение субъекта и объекта.
2. Выявление условий функционирования и применения алгоритма.
3. Определение функции алгоритма.
4. Выбор экзогенных и эндогенных переменных при оценке потенциального значения синергетического эффекта.
5. Выбор экзогенных и эндогенных переменных при оценке фактического значения синергетического эффекта.
6. Определение результативности.

Субъектами в данной алгоритме выступают: компания-покупатель, компания-цель и объединенная компания, а в качестве объекта рассматривается синергетический эффект, который имеет два вида: потенциальный и фактический.

Алгоритм должен отвечать своему назначению, поэтому необходимо определить условия, обеспечивающие его функционирование. В случае недостаточности выбора условий алгоритм лишается своих свойств.

В качестве условий функционирования алгоритма предлагаются следующие:

- 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 [6, ст.8];
- 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.

Эффект каннибализма может проявиться в том случае, когда происходят горизонтальные сделки по слиянию и поглощению. Если компания-покупатель и компания-цель одновременно реализуют два проекта по созданию блага в пределах одной группы услуг, конкурирующих друг с другом за долю рынка. В таком случае, в зависимости от различного рода факторов таких, как: рейтинг компании в отрасли, маркетинговая стратегия бизнеса, стоимость услуги, часть спроса может перенестись с одной услуги на другую [75]. Возникновение ситуации подобного рода может затруднить учет синергетического эффекта. В случае если у компании-цели происходит упадок продаж (рассматривается ситуации сделки интеграции постфактум, которая была осуществлена путем выкупа контрольного пакета акций) через проявление эффекта каннибализма, а у компании-покупателя растет число сделок, требуется более детализированный расчет синергетического эффекта для избежания двойного учета.

Следует отметить, что условие, согласно которому не требуется предварительное согласие антимонопольного органа, было введено автором потому, что в случае влияния органов государственной власти на процедуру интеграции компаний федеральные антимонопольные службы могут отказать сторонам сделки в осуществлении интеграции, и как сделка не сможет произойти, так и синергетический эффект не сможет возникнуть.

Предлагаемый алгоритм обладает прогностической функцией и способен предсказать результативность сделки по слияния и поглощению.

В рамках параграфа 2.3 настоящего исследования было выявлено, что базой для расчета потенциального значения синергетического эффекта является определение стоимости компании-покупателя, компании-цели и определение показателей, ожидаемых к росту вследствие интеграции.

Стоимость компании-покупателя или компании-цели определяется в соответствии с одним или несколькими подходами, согласно требованиям Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса» (ФСО № 8): сравнительным, доходным и/или затратным.

Методы доходного подхода построены на принципе ожидания и перспектив оцениваемого бизнеса. В случае, если сделка по интеграции компаний предполагает реорганизацию компании-цели, доходный подход является нецелесообразным к применению, поскольку нарушается его главный принцип – ожидание будущих доходов от компании. К методам доходного подхода относится метод дисконтирования денежных потоков (строится на предположении о том, что потенциальный покупатель не заплатит за объект больше стоимости будущих потоков компании, приведенных к текущему моменту времени) и метод капитализации доходов (строится на соотношении ежегодных доходов и соответствующих доходам ставкам капитализации).

Для того, чтобы определить те переменные, которые могут оказать влияние на потенциальную величину синергетического эффекта, произведем их деление на эндогенные (значения формируются вне алгоритма) и экзогенные (расчетные значения внутри алгоритма) в разрезе методов доходного подхода, представленные в таблице 9.

Таблица 9 - Эндогенные и экзогенные переменные в методе дисконтирования денежных потоков

Наименование переменных	Тип переменных	Объяснение
Величина инфляции	Эндогенная	Используется из прогнозов социально-экономического развития
Длительность прогнозного периода	Экзогенная	Зависит от периода, который необходим для стабилизации денежных потоков
Величина выручки, инвестиций и расходов в текущем периоде	Эндогенная	Производится на основе данных бухгалтерской отчетности компании в текущем периоде.

Продолжение таблицы 9

Наименование переменных	Тип переменных	Объяснение
Прогнозные величины выручки, инвестиций и расходов	Экзогенная	Рассчитывается на основе прогнозируемых темпов роста
Величина денежного потока	Экзогенная	Рассчитывается в зависимости от модели денежного потока
Значение ставки дисконтирования	Экзогенная	Рассчитывается применимо к оцениваемому бизнесу
Величина стоимости в постпрогнозный период	Экзогенная	Рассчитывается на основе данных за последний прогнозный период.
Значение текущих потоков в течение прогнозного периода	Экзогенная	Рассчитывается на основе текущего и прогнозных значений денежного потока
Корректировочные коэффициенты	Экзогенные	Рассчитываются самостоятельно поправка на нефункционирующие активы и корректировка на избыток/недостаток собственного оборотного капитала

Источник: составлено автором на основе данных [33].

В таблице, приведенной выше, автор отнес значение ставки дисконтирования к экзогенным переменным, однако в зависимости от методики определения ставки дисконтирования (модель оценки капитальных активов, метод кумулятивного построения, модель средневзвешенной стоимости капитала) часть переменных, входящих в ее состав, может принимать эндогенные значения. Следует отметить, что в модели оценки капитальных активов безрисковая ставка доходности может приниматься равной облигациям федерального займа Российской Федерации, а мера систематического риска использоваться на основе данных исследования А. Дамодарана - в разрезе типа и сегмента рынка исследуемой компании. Метод кумулятивного построения является в большой мере экспертным, поэтому здесь только ставка доходности на безрисковую ценную бумагу является эндогенной. При расчете ставки дисконтирования методом средневзвешенной стоимости капитала в качестве эндогенных переменных выступают: ставка налога на прибыль компании, доля заемного капитала и собственного капитала в общей структуре капитала компании.

При расчете стоимости компании в рамках метода прямой капитализации экзогенными переменными выступают все прогнозируемые значения капитализируемой базы, а эндогенными - принимаются фактические или ретроспективные данные о капитализации. Значения коэффициента капитализации рассчитываются также, как и ставка дисконтирования (дополнительно учитывая динамику роста или снижения выручки), поэтому переменные, входящие в состав коэффициента капитализации, являются как частично эндогенными, так и экзогенными.

Затратный подход к оценке бизнеса основан на корректировке статей бухгалтерского баланса на дату определения стоимости с учетом изменения конъюнктуры рынка, существующих методов расчета стоимости отдельных строк баланса (например, основные средства, дебиторская и кредиторская задолженности и т.д.). Существует два основных метода затратного подхода: метод расчета чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

При реализации метода чистых активов эндогенными переменными выступают: денежные средства, отложенные налоговые обязательства, отложенные налоговые активы. Все остальные строки баланса, учитываемые для расчета скорректированной величины чистых активов, являются в большинстве случаев экзогенными. Метод ликвидационной стоимости использовать для расчета стоимости компаний при процедуре слияния и поглощения, как правило, не целесообразно, поскольку предпосылкой метода является высокая вероятность ликвидации компании. Причем, если в сделках слияния и поглощения компания-цель может реорганизоваться, и все активы и все обязательства перейдут непосредственно компании-покупателю, то в рамках метода ликвидационной стоимости предполагается отдельная продажа активов компании. Однако, если сделка подразумевает полную ликвидацию компании-цели, как, например, случается в банковской сфере, когда одна компания по решению Центрального банка Российской Федерации ликвидируется, и все ее активы и обязательства вынужденно передаются другому банку, то данный метод позволяет считать применимым.

Сравнительный подход к оценке стоимости бизнеса строится на подборе компаний-аналогов, сопоставимых с оцениваемой. В рамках сравнительного подхода используются следующие методы: метод компании-аналога или рынка капитала, метод сделок (метод продаж), метод отраслевых коэффициентов. Следует отметить, что для компаний, функционирующих на российском рынке, метод отраслевых коэффициентов при расчете стоимости не применяется ввиду отсутствия базиса для его применения – данных о рекомендуемых соотношениях цены и финансовых показателей.

Метод компании-аналога в чистом виде реализуется при оценке стоимости миноритарных пакетов акций, поэтому его не рекомендуется использовать для определения стоимости компаний в сделках слияния и поглощения, т.к. минимальным порогом для признания сделки, относящейся к рынку слияний и поглощений, является приобретение контрольного пакета акций.

Метод сделок основан на использовании цен контрольного или 100% пакета акций, сформированных на рынке ценных бумаг. Стоимость при реализации метода сделок формируется путем сопоставления мультипликаторов компаний-аналогов и исследуемого бизнеса. Ценовые мультипликаторы компаний могут выступать, как экзогенными переменными (расчет производится самостоятельно на основе данных бухгалтерской отчетности), так и эндогенными (на специализированных платформах, таких как Bloomberg, производится автоматический расчет ряда ценовых мультипликаторов, значения которых возможно использовать для введения в настоящий алгоритм). В свою очередь, расчетное значение ценового мультипликатора является непосредственно экзогенной переменной, поскольку определяется на основе медианных и средних значений в зависимости от величины финансовых коэффициентов компании.

Расчитанное значение стоимости компании подвергается четырем корректировкам, две из которых (на дефицит (избыток) собственного оборотного капитала и на нефункционирующие активы) были рассмотрены

выше по тексту в рамках анализа переменных значений в методе дисконтирования денежных потоков. Особого внимания требует такая корректировка, как портфельная скидка, которая изменяет стоимость компании в сторону понижения и используется в том случае, если исследуемый бизнес имеет непривлекательную структуру диверсификации активов для покупателя (компании-покупателя). Эта переменная, безусловно, является экзогенной, а также оказывает существенное влияние на сделку слияния и поглощения, поскольку если мотив компании-покупателя будет иметь свое отражение в виде увеличения доли рынка, при прочих равных условиях, для достижения заданного результата компании-покупателя потребуется как до интеграции, так и после нее разработать стратегию по созданию приемлемой структуры активов (в случае выкупа контрольного или большего пакета акций). Тем самым, компания-покупатель понесет дополнительные затраты, связанные с интеграцией, поэтому здесь является целесообразным провести обоснованный учет портфельной скидки, чтобы учесть вероятность расходов компании-покупателя в будущем на изменение структуры портфеля компании-цели. Последней экзогенной переменной в методе сделок является скидка на низкую ликвидность, которая соизмеряет рассматриваемую компанию с отобранными аналогами.

В зависимости от количества используемых подходов последним этапом расчета стоимости компании выступает согласование результатов. В рамках процедуры согласования каждому из реализованных подходов присваивается определенный вес.

Стоимость объединенной компании формируется путем суммирования стоимости компании-покупателя и компании-цели. Далее, для расчета потенциального значения синергетического эффекта предполагается произвести расчет стоимости объединенной компанией с учетом синергизма путем учета влияния синергии в ожидаемых денежных потоках. Разницей между стоимостью объединенной компании с учетом синергетического эффекта и без его учета будет являться проявлением синергизма.

Следующим шагом необходимо произвести расчет риска недостижения синергизма, а также затрат на процедуру реорганизации и премии, выплачиваемой компанией-цели компанией-покупателем при осуществлении сделки слияния и поглощения.

Вероятность недостижения синергии рассчитывается в разрезе источников оплаты за сделку. При оплате сделки наличными денежными средствами вероятность недостижения синергизма рассчитывается как соотношение премии и инвестиционной стоимости компании-покупателя. В том случае, если сделка оплачивается акциями [113] (происходит обмен акциями), то к вышеуказанной пропорции добавляется показатель доли инвестора в структуре объединенной компании.

В исследованных автором методиках оценки синергетического эффекта, а также в иных научных работах, посвященных сделкам по слиянию и поглощению отсутствует детализация видов затрат, которые компания-покупатель несет при осуществлении интеграции. Таким образом, на основе порядка проведения процедуры реорганизации компаний [4] можно выделить следующие виды затрат, необходимых для принятия к учету:

- пошлина за уведомление налогового органа об объединении компаний;
- затраты на публикацию в средствах массовой информации о намерении объединить компании;
- затраты на проведение инвентаризации;
- сбор документов и оплата иных пошлин;
- затраты, связанные с привлечением сторонних управляющих организаций для контроля за процедурой интеграции;
- затраты, связанные с акциями (при необходимости): эмиссия, консолидация;
- затраты на открытие и содержание эксроу-счета;

– иные затраты (определяются субъективно в зависимости от типа бизнеса участников сделки).

При осуществлении сделки по слиянию и поглощению невозможна полная, взаимная и одномоментная передача права по объективным причинам (необходимость внесения изменений в ЕГРЮЛ, выполнение ряда корпоративных действий и т.д.), в связи с чем особую актуальность приобретает открытие эскроу-счета (специальный счет для учета и блокирования денежных средств). В действующей редакции Гражданского кодекса договор эскроу представляется наиболее работоспособным и актуальным инструментом при проведении расчетов в сделках M&A. Однако, стоимость оказания услуг эскроу-агента, а также толкования диспозитивных норм законодательства судами и иными правоприменяющими органами государственной власти могут снизить привлекательность использования данного счета и, как следствие, увеличить риск возникновения негативных последствий при осуществлении сделки M&A.

Расчет премии, которая должна быть выплачена компании-цели, предполагается использовать на основе формулы (2), приведенной в параграфе 2.3. настоящего исследования.

С учетом данных о стоимости объединенной компании с синергетическим эффектом и без него, информации о потенциальных затратах, риске невозникновения синергизма, а также премии компании-цели, рассчитывается потенциальное значение синергетического эффекта.

Расчет фактического значения синергетического эффекта строится на суммировании экономий и перерасходов, возникших от процедуры интеграции. Выборку показателей, ожидаемых к росту, компания-покупатель производит на стратегическом этапе планирования сделки по слиянию и поглощению. Экономии же возникают в том случае, когда:

– были выбраны экзогенные переменные при расчете стоимости компании до процедуры интеграции, ожидаемые к росту вследствие интеграции;

- были определены для учета показатели, ожидаемые к росту вследствие интеграции в зависимости от мотивов сделки;
- производится расчет показателей, приведенных выше, после процедуры слияния и поглощения;
- при сравнении переменных до и после процедуры интеграции выявляется их рост.

Перерасход возникает в случаях, когда сравнение переменных до и после процедуры интеграции выявляет их снижение, и образуется отрицательная величина.

Для практической реализации результатов настоящего исследования автор рассматривает стоимостную оценку синергетического эффекта сделок слияния и поглощения на примере финансового сектора, поэтому следующим этапом построения алгоритма является определение и выбор показателей, ожидаемых к росту вследствие интеграции, характерных именно для финансового сектора.

На основе анализа финансово-экономических аспектов сделок слияния и поглощения, проведенного в параграфе 1.2, представляется возможным выделить из общего перечня мотивов сделок интеграции те, которые характерны непосредственно для финансового сектора, на примере лизинговых компаний. В разрезе выбранных мотивов предлагается определить показатели, которые будут отражать результативность сделки по слиянию и поглощению, представленные в таблице 10.

Таблица 10 - Взаимосвязь между мотивом сделки по слиянию и поглощению и показателем синергизма

Мотив	Показатель
Привлечение более качественного управленческого аппарата	Рост доходности по сделкам
Мотив получения дополнительных контрактов	Рост выручки от реализации услуг
Мотив получения преимущества на рынке капитала	Показатель общей структуры капиталы

Продолжение таблицы 10

Мотив	Показатель
Мотив снижения издержек на покупку предметов лизинга (движимого и недвижимого имущества)/ мотив приобретения комплементарных ресурсов	Затраты на покупку предметов лизинга (движимого и недвижимого имущества)
Мотив получения государственных преференций	Показатель роста числа продаж

Источник: составлено автором на основе данных [40].

Привлечение более качественного управленческого аппарата путем интеграции компаний позволит более эффективно осуществлять процедуру анализа финансового состояния потенциального лизингополучателя, что будет обеспечивать рост доходности по сделкам.

Мотив получения дополнительных контрактов применим в тех случаях, когда компания-цель находится, например, выше по рейтингу лизинговых компаний, чем компания-покупатель. Синергетический эффект проявится в виде увеличения количества поставщиков и лизинговых получателей.

Особенность функционирования лизинговых компаний заключается в высокой доле заемных средств в общей структуре капитала, поскольку это необходимо для осуществления деятельности компании. Согласно сложившейся динамике источников формирования капитала лизинговых компаний, доля банковских кредитов колеблется на уровне 50% от совокупного значения источников формирования лизингового капитала, которое принимается равным 100% [70]. Мотив получения преимущества на рынке капитала позволит лизинговой компании увеличить долю капитала путем привлечения банковских кредитов, поскольку крупным компаниям ввиду их высокого рейтинга легче привлекать заемные средства.

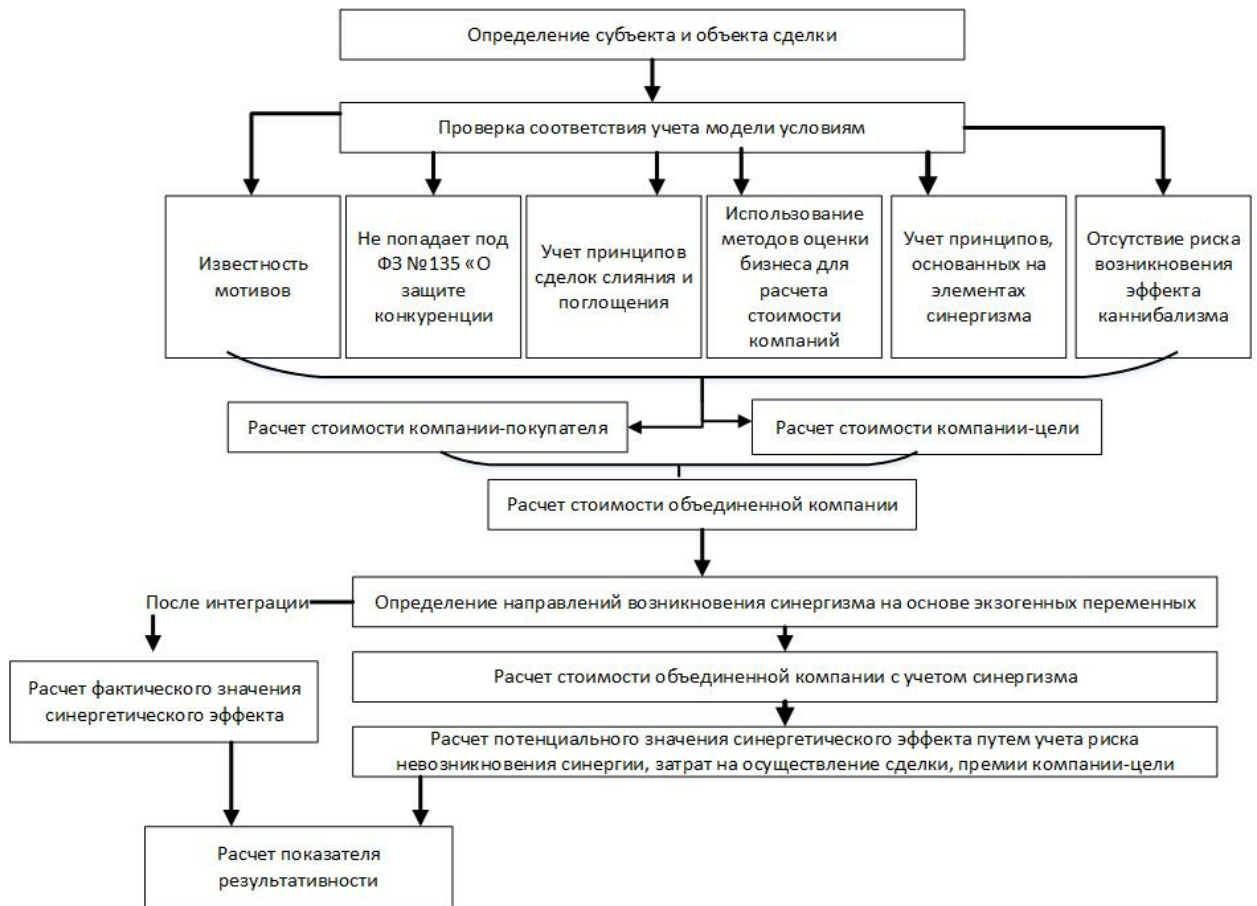
Мотив приобретения комплементарных ресурсов основан на тех случаях, когда в процедуре сделки по слиянию и поглощению компанией-целью выступает бизнес, основанный на производстве/поставке активов, которые выступают предметом лизинга у компании-покупателя, а компания-

покупатель имеет возможность снизить расходы на приобретение предметов лизинга.

Существует достаточное количество госпрограмм субсидирования лизинговых сделок («Автопром», «Лизинг техники на газомоторное топливо», «Лизинг в легкой промышленности» и т.д.). Условия вхождения лизинговой компании в качестве участника программ субсидирования регламентирует соответствие лизинговой программы определенному ряду требований (например, размер уставного капитала компании должен составлять не менее 50 млн рублей, или компания за год должна иметь не менее 10 договоров лизинга [8]). В случае, если компания-цель является участником программы льготного лизинга, при процедуре интеграции компания-покупатель сможет увеличить общее число продаж по договорам лизинга, поскольку льготные условия (скидки, экономия на налоге на прибыль для компании-покупателя) привлекают огромное количество клиентов [130].

На основе расчета потенциального и фактического значения синергетического эффекта рассчитывается показатель результативности, как разница между потенциальной и фактической величиной синергизма.

Таким образом, алгоритм оценки результативности сделок слияния и поглощения принимает следующий вид, представленный на рисунке 12.



Источник: составлено автором.

Рисунок 12 - Алгоритм оценки результативности сделок слияния и поглощения

В рамках создания данного алгоритма для компаний небанковского финансового сектора автор самостоятельно произвел:

- 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 алгоритма;
- детализацию затрат, связанных с осуществлением сделки слияния и поглощения;
- разработку процедуры расчета результативности сделок слияния и поглощения.

Разработанный алгоритм оценки результативности сделок слияния и поглощения 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.

3.3 Разработка методики стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения

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

Методика стоимостной оценки синергетического эффекта, предлагаемая автором, основана на алгоритме, описанном в параграфе 3.2 и в последующем сопоставлении показателя прогнозного результата синергетического эффекта с фактическим. Поскольку один из основных принципов данной сделки является принцип ожидания, который основан на получении дохода в будущем, то стоимости не должны иметь сильного расхождения между собой (разница не должна превышать 20%).

Методика представляет собой совокупность способов и правил функционирования алгоритма с поэтапным описанием каждого последующего шага [121].

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

Необходимым критерием при выборе участников сделки является их соответствие условиям алгоритма, а именно:

- обе стороны сделки осведомлены о мотивах другой стороны;
- сделка действует в условиях честной конкуренции без вмешательства со стороны государства;
- сделка строится на принципах, описанных в параграфе 3.1;
- оценка стоимости компаний-сторон основана на принципах и походах к оценке стоимости бизнеса;
- потенциальное значение синергетического эффекта рассчитывается с учетом элементов формирования синергизма;
- сделка проходит в отсутствии риска возникновения эффекта каннибализма.

После отбора участников сделки и проверки их соответствия вышеописанным условиям необходимо произвести оценку стоимости компаний-участников.

Оценка стоимости компаний производится с применением трех подходов к оценке бизнеса: доходным, сравнительным и затратным. Доходный подход неприменим по причине того, что оценивается стоимость компаний для сделки по слиянию и поглощению, а методология расчета основывается на прогнозировании денежных потоков и приведении их будущей стоимости к настоящему моменту времени, что противоречит сущности сделки по слиянию и поглощению и эффекту синергии, так как денежные потоки обеих компаний после сделки изменятся, как и их стоимость. Сравнительный подход также необъективен, поскольку основан на сравнении стоимостей с компаниями-аналогами: рынок продаж бизнеса недостаточно развит, сделки по продаже, как правило, проходят конфиденциально путем переговоров, а не путем публичного предложения, а те компании, что продаются на открытом рынке, и вовсе могут не являться компаниями-аналогами. Следует также отметить, что, не существует полностью

сопоставимого бизнеса, поскольку у каждой компании свои цели, свои задачи и стратегии, свои основные направления, компетенции, рынки.

По мнению автора, в описанном ранее алгоритме следует использовать метод чистых активов в рамках затратного подхода, поскольку он будет отражать реальную стоимость имущества компании и способности управления ею, изменения в показателях финансово-хозяйственной деятельности и прочее. Поскольку одним из необходимых условий является осведомленность о мотивах сделки обеими сторонами, то подразумевается, что обе компании осведомлены о реальном финансовом положении друг друга, с внутренней культурой, стратегиями, целями, в том числе и с учетной политикой.

Метод чистых активов подразумевает расчет разницы между рыночной стоимостью активов и текущей стоимостью обязательств. Для реализации данного метода необходимо определить рыночную стоимость всех активов и обязательств. Способы определения стоимости активов и обязательств представлены в таблице 11.

Таблица 11 - Способы определения активов и обязательств

Наименование строки баланса	Комментарий
Нематериальные активы	Корректировка значения стоимости производится в соответствии с ФСО № 11. В случае недавней (не более полугода от даты определения стоимости) переоценки активов, скорректированная стоимость может приниматься равной балансовой
Результаты исследований и разработок	
Нематериальные поисковые активы	
Материальные поисковые активы	Корректировка значения стоимости производится в соответствии с ФСО № 10. В случае недавней (не более полугода от даты определения стоимости) переоценки активов, скорректированная стоимость может приниматься равной балансовой
Основные средства	Корректировка значения стоимости производится в соответствии с Федеральным стандартом оценки в зависимости от вида основного средства: ФСО № 7 для недвижимого имущества и ФСО № 10 для машин и оборудования. В случае недавней (не более полугода от даты определения стоимости) переоценки активов, скорректированная стоимость может приниматься равной балансовой

Продолжение таблицы 11

Наименование строки баланса	Комментарий
Доходные вложения в материальные ценности	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Финансовые вложения	Корректировка значения стоимости производится в соответствии с ФСО № 8. В случае недавней (не более полугода от даты определения стоимости) переоценки активов, скорректированная стоимость может приниматься равной балансовой
Отложенные налоговые активы	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Прочие внеоборотные активы	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Итого внеоборотные активы	Получается путем суммирования скорректированных стоимостей
Запасы	Скорректированная стоимость оценивается с учетом степени их ликвидности, а также ожидаемого периода поступления денежных средств от их использования.
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Дебиторская задолженность	Скорректированная стоимость рассчитывается методом дисконтирования денежных потоков с учетом периода оборачиваемости. В качестве ставки дисконтирования принимается ставка по депозитам
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	Скорректированная стоимость рассчитывается методом дисконтирования денежных потоков
Денежные средства и денежные эквиваленты	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Прочие оборотные активы	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Итого оборотные активы	Получается путем суммирования скорректированных стоимостей
Итого активы	Рассчитывается путем суммирования оборотных и внеоборотных активов
Займы и кредиты	Скорректированная стоимость рассчитывается методом дисконтирования денежных потоков
Отложенные налоговые обязательства	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Оценочные обязательства	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Прочие долгосрочные обязательства	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Итого долгосрочных обязательств	Получается путем суммирования скорректированных стоимостей
Займы и кредиты	Скорректированная стоимость рассчитывается методом дисконтирования денежных потоков
Кредиторская задолженность	Скорректированная стоимость рассчитывается методом дисконтирования денежных потоков
Доходы будущих периодов	Скорректированная стоимость рассчитывается методом дисконтирования денежных потоков
Оценочные обязательства	Принимаются к учету по балансовой стоимости

Продолжение таблицы 11

Наименование строки баланса	Комментарий
Прочие краткосрочные обязательства	Принимаются к учету по балансовой стоимости
Итого краткосрочных обязательств	Получается путем суммирования скорректированных стоимостей
Итого обязательства	Рассчитывается путем суммирования всех обязательств

Источник: составлено автором на основе данных [11; 33].

После расчета стоимости каждой компании, участвующей в сделке, необходимо рассчитать стоимость объединенной компании. На данном этапе стоимость объединенной компании рассчитывается путем суммирования стоимостей, полученных на предыдущем этапе.

Далее необходимо спрогнозировать изменение стоимости в целях установления предполагаемой величины синергетического эффекта. Для выполнения данного этапа следует определить период прогнозирования, затем полученную по результатам предыдущего этапа, стоимость приводят к текущей. Ставку дисконтирования следует рассчитывать методом кумулятивного построения. Значение безрисковой ставки рекомендуется брать по ставке государственных облигаций федерального займа при условии, что страна находится не в условиях кризиса. Значение риска инвестирования в компанию-цель определяется экспертным путем. Осуществляется присвоение всем рискам значения от 1% до 5% и путем расчета средневзвешенного значения по всей группе. Более подробно методика присвоения значения рисков представлена в таблице 12.

Таблица 12 - Расчет видов рисков, используемых в рамках метода кумулятивного построения

Виды рисков	Комментарий
Социально-экономический и политический риски	
Риск ухудшения общей экономической ситуации	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа общих тенденций
Риск изменения законодательства	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе мониторинга внесенных предложений и изменений

Продолжение таблицы 12

Виды рисков	Комментарий
Риск изменения тенденций развития финансового сектора	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа общих тенденций
Риск социальной стабильности в стране	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа общих тенденций
Риски, связанные с финансовым сектором	
Риск изменения конъюнктуры рынка	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа общих тенденций
Риск кризиса финансового сектора	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа общих тенденций
Риски, связанные с компанией-целью	
Риск банкротства компании-цели	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа деятельности компании-цели
Риск разницы возраста компаний	Риску присваивается значение от 1% до 5% в зависимости от разницы возраста по следующей методике: 0-5 лет – 1% 6-10 лет – 2% 11-20 – 3% 21-30 – 4% больше 30 – 5 %
Риск масштаба компании-цели	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа численности сотрудников, наличия филиалов и т.д. Чем больше компания-цель, тем выше риск.
Арбитражные риски	Риску присваивается значение от 1% до 5% экспертно на основе анализа арбитражной практики компании-цели, участия в судебных делах, анализа соотношения дел, где компания-цель выступала истцом, ответчиком

Источник: составлено автором на основе данных [33].

Риски инвестиционного менеджмента включает в себя следующие виды рисков:

- системы управления инвестиционными процессами;
- обеспечения отдачи вложений;
- системы принятия управленческих решений;
- контроля за принятыми решениями;
- корректировки принятых решений.

Поправка на данный риск рассчитывается аналогично поправке на риск инвестирования путем определения средневзвешенного значения показателей

группы риска. Значения для каждого риска группы присваиваются экспертным путем в диапазоне от 1% до 5%.

Кроме того, если происходит сделка между компаниями разных стран, то необходимо еще учитывать страновой риск.

Таким образом, ставка дисконтирования рассчитывается по формуле (12):

$$d = r_{\text{бр}} + r_{\text{инв}} + r_{\text{мен}}, \quad (12)$$

где d – ставка дисконтирования, %

$r_{\text{бр}}$ – безрисковая ставка, %

$r_{\text{инв}}$ – риск инвестирования в компанию-цель, %

$r_{\text{мен}}$ – риск менеджмента, %

Выбор периода прогнозирования или, иными словами, через сколько ожидается максимальное проявление синергетического эффекта, построен на ряде исследований:

- исследование А. Дамодаран [27] определяет достижение пика синергизма через 3 года после осуществления интеграции;
- исследование консалтинговой компании McKinsey [117] выявляет, что только 15% возможного синергетического эффекта достигаются в краткосрочной перспективе (до 1 года), и максимальное значение синергетического эффекта попадает на среднесрочный период (от 1 года до 3-х лет);

На основе вышеизложенного, автор принял решение использовать максимальный период прогнозирования значения синергетического эффекта, равный трем годам.

Полученная продисконтированная стоимость объединенной компании отражает стоимость объединенных компаний с учетом стоимости синергии.

Далее предлагается учесть все предполагаемые затраты, которые будут понесены в ходе проведения сделки слияния и поглощения, а именно:

– пошлину за уведомления налогового органа об объединении. Однако данная пошлина не уплачивается при подаче документов в электронном виде, в соответствии с Федеральным законом от 29.07.2018 № 234-ФЗ «О внесении изменений в статью 33.35 части второй Налогового кодекса Российской Федерации»;

– затраты на публикацию в средствах массовой информации об реорганизации. Данные мероприятия необходимы с точки зрения раскрытия информации об акционерных обществах;

– затраты на проведение инвентаризации будут понесены обеими компаниями, поскольку перед заключением сделки необходимо понимать реальное количество активов каждой стороной сделки, их состояние и т.д.;

– затраты, связанные с привлечением специалистов в сделках слияния и поглощения. Данный вид затрат не обязателен и имеет место быть исключительно в случае их привлечения;

– затраты, связанные с дополнительной эмиссией акций, консолидацией, выкупом и пр.;

– иные затраты, которые будут понесены или могут быть понесены в ходе сделки.

Далее необходимо произвести расчет риска возникновения отрицательного синергизма, а также затрат на процедуру реорганизации и премии, выплачиваемой компанией-цели компанией-покупателем при осуществлении сделки слияния и поглощения.

Риск возникновения отрицательного синергизма включает в себя вероятность того, что компания-покупатель и компания-цель не смогут достичь благоприятного комбинирования своих ресурсов.

Вероятность возникновения отрицательного синергизма рассчитывается по формулам (13), (14):

$$(1 - NSR) = \frac{P}{V_i}, \quad (13)$$

где $1 - NSR$ – риск вероятности возникновения отрицательного синергизма при оплате сделки слияния и поглощения денежными средствами;

P – премия, уплачиваемая компании-цели компанией-покупателем;

V_i – инвестиционная стоимость компании-покупателя.

или

$$(1 - NSR) = \frac{P}{V_i} \times \Delta_i, \quad (14)$$

где $1 - NSR$ – риск вероятности возникновения отрицательного синергизма при оплате сделки слияния и поглощения обменом акций;

P – премия, уплачиваемая компании-цели компанией-покупателем;

V_i – инвестиционная стоимость компании-покупателя;

Δ_i – доля компании-покупателя в объединенной компании.

Следует отметить, что формула (13) используется для расчета риска вероятности возникновения отрицательного синергизма при оплате сделки слияния и поглощения денежными средствами (характерно для враждебных поглощений), в свою очередь, формула (14) характерна для дружественных поглощений.

Инвестиционная стоимость компании-покупателя (V_i) рассчитывается в соответствии с Федеральным стандартом оценки «Оценка инвестиционной стоимости» (ФСО № 13) [12]. Расчет инвестиционной стоимости производится с учетом факторов стоимости, определенных в параграфе 1.1. настоящего исследования.

Премия, уплачиваемая компании-цели компанией-покупателю, рассчитывается по формуле Нильсена и Мелихера [100], поскольку она основана на сделках слияния и поглощения публичных акционерных обществ,

а также эффективно демонстрирует прирост стоимости компании за период до объявления о слиянии и поглощении (за 3 месяца) и в момент объявления на основе динамики цены акции компании. Расчет премии производится по формуле (2), приведенной в параграфе 2.3.

Для проверки полученных результатов возможно использовать данные системы Bloomberg, которая публикует еще и средние значения премии в разрезе типов сделки. Так, по итогам анализа данных за 3 квартала 2019 года средняя величина премии на рынке сделок по слиянию и поглощению составила 21,6%. Среди недавних сделок по слиянию и поглощению, где компанией-целью выступало акционерное общество, было поглощение, в котором компанией-покупателем выступила Chevron Corporation (публичная компания), а компанией-целью Anadarko Petroleum Corporation (публичная компания). Объявление о сделке произошло 12.04.2019 года, и стоимость акции составила 61,78 долл. США. В свою очередь, за 3 месяца до даты объявления сделки (11.01.2019 г.) цена акции составляла 47,65 долл. США [122]. С учетом применения формулы (2), приведенной в п. 2.3, премия за сделку составила 29,7%, что незначительно превышает среднюю величину премии на рынке (по данным Bloomberg 7,95%). Для пересчета премии в абсолютную величину относительное значение умножается на стоимость компании-цели.

Таким образом, потенциальное значение синергетического эффекта рассчитывается по формуле (15):

$$C_{\pi} = V_{co} - (V_{\pi} + V_{ц}) * (1 - NSR) - П - З, \quad (15)$$

- где C_{π} – потенциальное значение синергетического эффекта;
 V_{co} – стоимость объединенной компании с учетом синергии;
 V_{π} – стоимость компании-покупателя;
 $V_{ц}$ – стоимость компании-цели;
 $1 - NSR$ – риск не достижения положительного синергизма;

П – премия, уплачиваемая компании-цели компанией-покупателем;

З – затраты на проведение сделки.

После проведения сделки слияния и поглощения необходимо провести расчет фактического значения синергетического эффекта.

Фактическое значение синергетического эффекта представляет собой сумму экономий/перерасходов, которые возникли у объединенной компании вследствие процедуры интеграции. Поскольку было доказано, что синергетический эффект не проявляется в полной мере непосредственно после процедуры слияния и поглощения, необходимо определение года, в который ожидается, что синергизм достигнет максимального значения. В части расчета потенциального значения синергетического эффекта было выявлено, что синергизм достигает своего пика для финансовых компаний через три года после осуществления процедуры интеграции.

При разработке алгоритма оценки результативности сделок слияния и поглощения было определено, что учет сфер, в которых ожидается возникновение синергетического эффекта, должен проводиться на этапе стратегического планирования при расчете потенциального значения синергизма. Данное исследование включает в себя разработку методики оценки синергетического эффекта для компаний финансового сектора. В качестве комплексного анализа эффективности использовались данные о сделке между лизинговыми компаниями, поскольку информация о данной сделке находится в открытом доступе и позволяет детализировано оценить результативность проведенной интеграции. Таким образом, представим в методике учет показателей, которые ожидаются к увеличению в типичных сделках слияний и поглощений. Данные показатели были определены на основе данных о практике слияний и поглощений и с учетом проведенного комплексного анализа эффективности сделки по слиянию и поглощению компаний АО «РЕГИОН Лизинг» и ООО «МКБ-лизинг».

Таким образом, представляется возможным определить следующие показатели бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках:

1. Показатели бухгалтерского баланса:
 - величина доходных вложений в материальные ценности (внеоборотные активы);
 - величина долгосрочных обязательств;
 - значение показателя, отражающего денежные средства и денежные эквиваленты (внеоборотные активы);
 - займы и кредиты, кредиторская задолженность (краткосрочные обязательства).
2. Показатели отчета о прибылях и убытках:
 - управленческие расходы;
 - расходы, связанные с уплатой организацией процентов по различным займам и кредитам;
 - величина чистой прибыли (убытка).

Величина экономии/перерасхода рассчитывается как разница между суммарными значениями показателей, представленных выше, компании-покупателя и компании-цели до интеграции и после интеграции по формуле (16):

$$\text{Э}(\Pi)_y = Y_{t-1} - Y_t, \quad (16)$$

где $\text{Э}(\Pi)_y$ – экономия (перерасход) по у-показателю;

Y_{t-1} – величина показателя в ретроспективный период, до процедуры интеграции;

Y_t – величина показателя в фактический период времени.

В свою очередь, фактический синергетический эффект представляет собой сумму экономий/перерасходов и рассчитывается по формуле (17):

$$C_\phi = \sum \text{Э}(\Pi)_y, \quad (17)$$

где C_{ϕ} – фактическое значение синергетического эффекта;
 $\sum \Delta(\Pi)_y$ – суммарное значение экономий (перерасходов) по каждому показателю.

Дополнительно следует отметить, что отношение фактического значения синергетического эффекта к потенциальному представляет собой результативность сделки слияния и поглощения.

При составлении расчетной методики определения потенциального значения синергетического эффекта автор внедрил в рамках расчета ставки дисконтирования методом кумулятивного построения риски, которые необходимо учитывать для достижения качественного значения потенциального синергизма и дальнейшей его соразмерности с фактическим значением, которое предполагается к определению на постинтеграционном этапе.

Особенность разработанной методики расчета фактического значения синергетического эффекта компаний небанковского финансового сектора, которая ведет к повышению корректности определения фактического синергизма, 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 так же 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. Таким образом, на основе проведенного автором исследования возможно сделать следующие выводы:

1. Синергетический эффект наступает в условиях соблюдения при заключении сделки основных принципов оценки бизнеса, принципов сделок слияния и поглощения, принципов формирования структурных элементов синергизма, а также были сформированы и разработаны дополнительные принципы учета достижения синергетического эффекта, а именно: принцип зависимости от внешней среды, своевременной коррекции, принцип прогрессии, принцип асимметрии стоимости и информационной асимметрии. С учетом того, что принципы лежат в основе сделок слияния и поглощения, они были структурированы.

2. При использовании алгоритма оценки результативности сделок слияния и поглощения, сформированной автором, возможно достичь положительное значение синергетического эффекта, поскольку она позволяет учитывать все затраты, понесенные в ходе подготовки, проведения и на этапе завершения сделки; учитывает большое количество факторов (эндогенных и экзогенных), и наиболее точно спрогнозировать величину синергетического эффекта за счет учета влияния всех факторов и сопоставления прогнозного и результирующего показателя.

3. Разработанная методика способствует повышению точности определения фактического результата синергетического эффекта и увеличивает точность прогнозирования за счет своей гибкости, не требуя при этом большого количества затрат. Методика исключает влияние лиц на показатель величины синергетического эффекта с целью искажения фактического результата и учитывает вероятность возникновения отрицательного значения синергетического эффекта.

Таким образом, автором обоснованы и достигнуты следующие результаты:

- сгруппированы, выделены, сформированы и обоснованы основные принципы эффективности сделок слияния и поглощения, влияющие на прогнозный и фактический результат интеграции компаний небанковского финансового сектора;
- доказана необходимость учета всех факторов при оценке синергетического эффекта в целях увеличения точности оценки на всех этапах;
- сформулирован и обоснован алгоритм оценки эффективности сделок слияния и поглощения, основные условия его функционирования и применения, при корректном толковании которого достигается положительный синергетический эффект;
- разработана методика оценки синергетического эффекта на всех этапах сделки слияния и поглощения с учетом фактора времени, а также позволяющая учитывать риски от сделки, ожидаемые результаты, масштабы компаний небанковского финансового сектора, страновую принадлежность и прочие факторы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Российский рынок слияния и поглощения в современных условиях находится в стадии подъема. После затяжного кризиса: объем сделок значительно увеличился по сравнению с динамикой предыдущих лет. Тем не менее, возникают проблемы при совершении компаний небанковского финансового сектора процедуры интеграции, среди которых выделяются, помимо отказа участников от совершения сделки, переоценка синергетического эффекта, который компания желает получить в случае объединения.

Настоящая работа является комплексным исследованием в области развития инструментария стоимостной оценки синергетического эффекта как основы реализации успешной сделки по интеграции компаний в небанковском финансовом секторе. Для этого автором было предложено новое направление развития методики оценки синергетического эффекта с использованием качественно нового методологического аппарата.

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 предложений, указанных автором, позволит более

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

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативно-правовые акты

1. Российская Федерация. Законы. Конституция Российской Федерации : официальный текст. – Москва : Маркетинг, 2001. – 39 с. – ISBN 978-5-392-26365-3.
2. Российская Федерация. Законы. О коммерческой тайне : федеральный закон [принят Государственной Думой 09 июля 2004 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_48699/. (дата обращения: 13.03.2019).
3. Российская Федерация. Законы. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон [принят Государственной Думой 16 июля 1998 года, одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/. (дата обращения: 13.03.2019).
4. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 3. «Объединения бизнесов» [Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н] (редакция от 30.10.2018) (с изменениями и дополнениями, вступил в силу с 01.01.2019) // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru>. (дата обращения: 14.04.2019).
5. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9. «Финансовые инструменты» [Приказ Минфина России от 27.06.2016 № 98н] (редакция от 27.03.2018) // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru>. (дата обращения: 21.03.2019).
6. О защите конкуренции [Федеральный закон от 26.07.2006 № 135-ФЗ (редакция от 27.12.2018) (с изменениями и дополнениями, вступил в силу с 08.01.2019)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru>. (дата обращения: 04.03.2019).

7. О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года [Указ Президента РФ от 07.05.2018 № 204 (редакция от 19.07.2018)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru>. (дата обращения: 01.04.2019).

8. О предоставлении субсидий из федерального бюджета на возмещение потерь в доходах российских лизинговых организаций при предоставлении лизингополучателю скидки по уплате авансового платежа по договорам лизинга строительного-дорожной и (или) коммунальной техники, заключенным в 2017 году [Постановление Правительства РФ от 3 мая 2017 г. № 518] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru>. (дата обращения: 04.05.2019).

9. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1) : [Федеральный стандарт оценки, утвержденный приказом Минэкономразвития России от 20 мая 2015 г. № 297] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180064. (дата обращения: 04.05.2019).

10. Определение ликвидационной стоимости (ФСО № 12) : [Федеральный стандарт оценки, утвержденный приказом Минэкономразвития России от 17 ноября 2016 г. № 721] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_207684. (дата обращения: 12.03.2019).

11. Оценка бизнеса (ФСО № 8) : [Федеральный стандарт оценки, утвержденный приказом Минэкономразвития России от 01 июня 2015 г. № 326] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=180654>. (дата обращения: 14.04.2019).

12. Оценка инвестиционной стоимости (ФСО № 13) : [Приказ министерства экономического развития России от 17.11.2016 № 722] // СПС

«Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru>.
(дата обращения: 01.04.2019)

13. Оценка недвижимости (ФСО № 7) : [Федеральный стандарт оценки, утвержденный приказом Минэкономразвития России от 25 сентября 2014 г. № 611] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_160678/76df77d9a6013003f54d591e78864ebd67908f32/#dst100008. (дата обращения: 09.02.2019).

14. Оценка стоимости машин и оборудования (ФСО № 10) : [Федеральный стандарт оценки, утвержденный приказом Минэкономразвития России от 01 июня 2015 г. №328] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180653/#dst100009. (дата обращения: 29.03.2019).

15. Требования к отчету об оценке (ФСО № 3) : [Федеральный стандарт оценки, утвержденный приказом Минэкономразвития России от 20 мая 2015 г. № 299] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=180059>. (дата обращения: 13.04.2019).

16. Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2) : [Федеральный стандарт оценки, утвержденный приказом Минэкономразвития России 20 мая 2015 г. № 298] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=180061>. (дата обращения: 11.02.2019).

Книги, монографии, учебные пособия

17. Абелев, О.А. Коммерческий банк в структуре рыночных взаимодействий / О.А. Абелев. – Саарбрюккен : Издательство LAP Lambert Academic Publishing, 2011. – 180 с. – ISBN 978-3-8465-1035-3.

18. Ансофф, И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф — Санкт-Петербург : Питер Ком, 1999. – 416 с. – ISBN 5-314-00105-5.

19. Антилл, Н. Оценка компаний. Анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО / Н. Антилл, Л. Кеннет. – Москва : Альпина Паблишер, 2019. - 442 с. – ISBN 978-5-9614-4411-7.
20. Аристотель. Метафизика / Аристотель. – Москва : Эксмо, 2006. – 608 с. – ISBN 5-699-14748-9.
21. Бакулина, А.А. Девелопмент в недвижимости : монография / М.А. Федотова, А.А. Бакулина, Т.В. Тазихина. – Москва : КноРус, 2015. – 264 с. – 500 экз. - ISBN 978-5-406-00133-2.
22. Боди, З. Принципы инвестиций / З. Боди, А. Кейн, А. Дж. Маркус. – Москва : Издательство Вильямс, 2018. – 984 с. – ISBN 978-5-8459-1311-1.
23. Большая советская энциклопедия. – Москва : Советская энциклопедия 1969 - 1978. – ISBN отсутствует.
24. Боровинский, Д. В. Организация закупочной деятельности в коммерческом предприятии. Синергетический эффект интеграции (современные методики расчетов) : монография / Д.В. Боровинский, В.В. Куимов. – Красноярск : Сибирский федеральный университет, 2014. – 172 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-7638-3002-6.
25. Быстрякова, А.Я. Государственное регулирование развитие предпринимательства : опыт, проблемы, инновации / А.Я. Быстрякова. – Москва : Проспект, 2015. – 144 с. – ISBN 978-5-392-15494-4.
26. Гохан, П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. Гохан. – Москва : Альпина Паблишер, 2015. - 744 с. – ISBN 978-5-9614-5156-6.
27. Гулд, М. В поисках синергии. Корпоративная стратегия / М. Гулд, Э. Кэмпбелл. – Москва : Альпина бизнес букс, 2008. – 268 с. – ISBN 978-5-9614-0706-8.
28. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран. – Москва : Альпина Паблишер, 2019. – 1316 с. – ISBN 978-5-9614-6650-8.
29. Дафт, Р. Менеджмент / Р. Дафт. – 8-е издание. - Санкт-Петербург : Питер, 2011. – 792 с. – ISBN 978-5-4590-0699-5.

30. Динз, Г. К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу / Г. Динз Г, Ф. Крюгер, С. Зайзель. – Москва : Альпина Паблицер, 2004. – 256 с. – ISBN 5-9614-0084-0.

31. Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний : научно-популярное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – Москва : КноРус, 2016. – 438 с. – ISBN 978-5-406-00709-9.

32. Иванов, А.Е. Синергетический эффект интеграции компаний: механизм формирования, оценка, учет : монография / А.Е. Иванов. – Москва : ИЦ РИОР, НИЦ ИНФРА-М, 2014. - 156 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-369-01342-7.

33. Ивашковская, И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров : монография / И.В. Ивашковская. – Москва : ИНФРА-М, 2018. – 430 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-16-004090-5.

34. Кейнс, Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж.М. Кейнс. – Москва : Прогресс, 1978. - 496 с. – ISBN 978-0-230-00476-4.

35. Коржов, А.О. Структура затрат на производство и реализацию продукции на предприятии : проблемы и пути совершенствования: магистерская диссертация / А.О. Коржов. – Екатеринбург : Уральский федеральный университет, 2017. – 97 с. – ISBN отсутствует.

36. Королев, А.В. Экономико-математические методы и моделирование / А.В. Королев. – Москва : Юрайт, 2017. - 282 с. – ISBN 978-5-534-00883-8.

37. Коупленд, Т. Стоимость компаний : оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 3-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с. – ISBN 978-5-9693-0119-1.

38. Лажу, Р.А. Искусство слияний и поглощений / Р.А. Лажу, С.Ф. Рид. – Москва : Альпина Паблицер, 2011. - 676 с. – ISBN 978-5-9614-1010-5.

39. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии / К. Маркс. – Москва : Эксмо, 2014. – 1200 с. – ISBN 978-5-699-95085-0.
40. Масленкова, О.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебное пособие / О.Ф. Масленкова. – Москва : КноРус, 2017. – 287 с. – ISBN 978-5-406-04345-5.
41. Оценка стоимости бизнеса : учебник / М.А. Эскиндаров; под редакцией М.А. Федотова. – Москва : КноРус, 2018. – 320 с. – ISBN 978-5-406-04992-1.
42. Паштова, Л.Г. Реорганизация бизнеса : слияние и поглощение: монография / Л.Г. Паштова. – Москва : КноРус, 2018. – 205 с. – ISBN 978-5-4365-2403-0.
43. Паштова, Л.Г., Реорганизация бизнеса : слияние и поглощение / М.Н. Гермогентова, Л.Д. Капранова, Л.Г. Паштова [и др.]. – Москва : КноРус, 2018. – 206 с. – ISBN 978-5-4365-2403-0.
44. Портер, М. Конкурентное преимущество : как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость / М. Портер. – Москва : Альпина Паблицер, 2016. – 1020 с. – ISBN 978-5-9614-0760-0.
45. Рожковский, А.Л. Концепция управления стоимостью компании. Теория, методология и практика в свете современных тенденций организационного дизайна : монография / А.Л. Рожковский. – Москва : ИНФРА-М, 2018. – 277 с. – ISBN 978-5-16-014241-8.
46. Соколова, Н.А. Гудвил: синергетическая сущность, оценка, учет, анализ : монография / А.Е. Иванов, Н.А. Соколова, Н.В. Генералова [и др.]. – Москва : РИОР ИНФРА-М, 2017. — 227 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-369-01451-6.
47. Соловьев, В.С. Теория социальных систем. Том 1. Теория организации социальных систем / В.С. Соловьев. – Москва : Business&Economics, 2017. – 559 с. – ISBN 5-8036-0202-7.
48. Хакен, Г. Синергетика / Г. Хакен. – Москва : Мир, 1980. – 405 с. – ISBN отсутствует.

49. Царев, В.В. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология / В.В. Царев, А.А. Кантарович. — Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. - 575 с. — ISBN 5-238-01113-X.

50. Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Н.Ф. Чеботарев. - 3-е издание, переработанное и дополненное. — Москва : Дашков и К, 2017. - 256 с. — ISBN 978-5-394-02368-2.

51. Эванс, Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание частных компаний / Ф.Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп — Москва : Альпина Диджитал, 2009. - 546 с. — ISBN 978-5-9614-5021-7.

52. Эскиндаров, М.А. Корпоративное управление и корпоративные финансы в акционерных обществах с государственным участием. Том 1 / М.А. Эскиндаров, М.А. Федотова, С.Ю. Попков. — Москва : КноРус, 2019. — 517 с. — ISBN 978-5-4060-7080-2.

53. Эскиндаров, М.А. Теория слияний и поглощений в схемах и таблицах: учебное пособие / М.А. Эскиндаров, И.Ю. Беляева, А.Ю. Жданов [и др.]. — Москва : КноРус, 2017. — 226 с. — 1000 экз. — ISBN 978-5-406-02473-7.

Периодические издания

54. Анохин, С.А. Предпринимательские риски и их оптимизация / С.А. Анохин // Бизнес в законе. — 2013. — № 1. - С. 145-148. — ISSN 2310-7030.

55. Арзуманов, Ш.А. Рынок слияний и поглощений в России : анализ, проблемы, тенденции и перспективы / Ш.А. Арзуманов // ПРО-Экономика. — 2018. - № 3. - С. 3. — ISSN 2587-7623.

56. Балюк, Е.Н. Сущность, классификация и мотивы сделок М&А / Е.Н. Балюк, С.И. Ультан // Современный вектор : мировая экономика, менеджмент и маркетинг. — 2016. - № 1. - С. 24-33. — ISSN отсутствует.

57. Богатырев, С. Ю. Поведенческие финансы, оценка стоимости бизнеса и сделки М&А / С.Ю. Богатырев // Слияния и поглощения. - 2013. - № 3. - С. 13-16. — ISSN отсутствует.

58. Богатырев, С.Ю. Автоматизированные системы проектирования сделок M&A / С.Ю. Богатырев, С.С. Добрынин // Слияние & поглощения. – 2013. - № 2(2). - С. 44-56. – ISSN отсутствует.
59. Богатырев, С.Ю. Решение проблем с использованием инструментария корпоративных финансов : определение стоимости бизнеса / С.Ю. Богатырев // Управленческий учет и финансы. — 2019. — № 2. - С. 146–151. – ISSN 2618-8813.
60. Буйволов, Д.А. Анализ исторических волн рынка «слияний и поглощений» / Д.А. Буйволов // Экономика и управления. – 2018. - № 2(148). - С. 81-86. – ISSN 1998-1627.
61. Грунина, О.А. Образование синергетического эффекта в экономике / О. А. Грунина // Terra Economicus. – 2011. - № 1 часть 2. Том 9. - С. 36-40. – ISSN 2073-6606.
62. Девяткин, М.А. Оценка планируемого эффекта синергии по результатам слияния (поглощения) с учетом новых разработанных инструментов управления стоимостью коммерческого банка / М.А. Девяткин // Синергия наук. – 2018. - № 24. - С. 246-255. – ISSN 2500-0950.
63. Ермольчик, В.В. Классификация сделок слияния и поглощения компаний / В.В. Ермольчик // Проблемы современной науки и образования. – 2017. - № 5(87). - С. 65-70. – ISSN 2304-2338.
64. Закирова, О.В. Финансовое посредничество как катализатор повышения эффективности / О.В. Закирова, О.П. Кудрявцева // Прогнозирование инновационного развития национальной экономики в рамках рационального природопользования : материалы V Международной научно-практической конференции: в 3 частях. Часть 3. - 2016. - С. 53-57. – ISSN отсутствует.
65. Зимакова, Л.А. Использование математического моделирования прогнозной оценки финансовых результатов синергетического эффекта в деятельности строительных компаний / Л.А. Зимакова // Научные ведомости

БелГУ. Серия: История. Политология. Экономика. Информатика. - 2013. - № 22(165). - С. 82–91. – ISSN отсутствует.

66. Иванов, А.Е. Генезис синергетического подхода в исследованиях слияний и поглощений : развенчание главного мифа о синергии / А.Е. Иванов // Вопросы экономики. - 2013. - № 42(570). – С. 69-78. – ISSN 2071-4688.

67. Иванов, А.Е. Совершенствование доходного подхода к определению синергетической стоимости бизнеса / А.Е. Иванов // Управление большими системами : материалы X Всероссийской школы-конференции молодых ученых. Том 2. - Уфа: УГАТУ. - 2013. - С. 94-97. – ISSN отсутствует.

68. Иконникова, О.И. Препятствия на пути развития сделок LEVERAGED BUYOUT (LBO) в России / О.И. Иконникова // Экономика и Бизнес : Теория и практика. - 2017. - № 8. - С. 48-50. – ISSN 2411-0450.

69. Капранова, Л.Д. Управление сделками слияния и поглощения : экономический и нормативно-правовой аспекты / Л.Д. Капранова, Е.О. Зазуля // Финансовая аналитика : проблемы и решения. - 2014. - № 29. - С. 48-55. – ISSN 2073-4484.

70. Князева, Е.Н. Синергетике – 30 лет. Интервью с Г. Хакеном / Е.Н. Князева // Вопросы философии. - 2000. – № 3. - С. 53-61. – ISSN 0042-8744.

71. Корнеев, И.А. Особенности привлечения заемного капитала лизинговыми компаниями / И.А. Корнеев // Финансовая аналитика : Проблемы и решения. - 2012. - № 26(116). - С. 34-39. – ISSN 2073-4484.

72. Крутиков, В.К. Стимулирование процесса диверсификации предпринимательской деятельности на региональном уровне / В.К. Крутиков, Д. Худы-Хыски, Л.А. Косогорова // Экономика и предпринимательство. - 2018. - № 5(94). - С. 527-529. – ISSN 1999-2300.

73. Макарова, Е.Л. Возможности и ограничения использования метода реальных опционов при оценке инновационных проектов / Е.Л. Макарова, М.А. Новоселова // Вестник северо-кавказского федерального университета. - 2018. - № 6(69). - С. 90-96. – ISSN 2307-907X.

74. Маркова, В.А. Дружественные сделки как основная тенденция совершения сделок слияний и поглощений / А.В. Маркова, Е.А. Шутаева // Символ науки. - 2016. - № 1. - С. 141-143. – ISSN 2410-700X.

75. Матюшок, А.В. Основные принципы слияний и поглощений международных компаний / А.В. Матюшок // Вестник РУДН. Серия : Экономика. – 2007. - № 3-4. - С. 36-44. – ISSN 2313-2329.

76. Мкртумян, Н.В. Учет эффекта синергии и каннибализма при построении системы управления интегрированными рисками / Н.В. Мкртумян // Экономика и современный менеджмент : Теория и практика. - 2013. - № 1. - С. 148-153. – ISSN 2309-3390.

77. Назарова, В.В. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе / О.В. Назарова, О.Р. Шевякина // Корпоративные финансы. – 2015. - № 4(36). - С. 5-30. – ISSN 2073-0438.

78. Новиков, А.В. Финансовые инструменты создания стоимости компании / А.В. Новиков, И.Я. Новикова // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. - № 8(131). - С. 41-48. – ISSN 2072-4098.

79. Новичкова, О.В. Механизм управления стоимостью компании / О.В. Новичкова, Р.И. Аксененко // Роль вузовской науки в решении проблем АПК. - 2018. - № 1. - С. 241-243. – ISSN отсутствует.

80. Романенко, О.А. Методические подходы к определению цены слияния и поглощения / О.А. Романенко // Вопросы управления. - 2012. - № 20(275). - С.43-49. – ISSN 2311-8725.

81. Семенов, Н.С. Слияние и поглощение как стратегия роста компании / Н.С. Семенов // Экономика и предпринимательство. - 2016. - № 3-2(68). - С. 1048-1054. – ISSN 1999-2300.

82. Сергеев, И.Б. Формирование и оценка синергетических эффектов при интеграции горных компаний / И.Б. Сергеев, Т.В. Пономоренко // Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал). - 2013. - № 6. - С. 316-323. – ISSN 0236-1493.

83. Симонова, Н.Е. Системная синергия при слияниях и поглощениях компаний : методы оценки / Н.Е. Симонова // Вестник УГУЭС. Наука. Образование. Экономика. Серия: Экономика. - 2014. - № 2(8). - С. 34-38. – ISSN 2307-5864.

84. Слемнева, А.А. О классификации сделок слияний и поглощений / А.А. Слемнева // VIII Машеровские чтения : материалы Международной научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых. - 2014. - С. 120-121. – ISSN отсутствует.

85. Фадейкина, Н.В. Методические подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения в условиях стратегического управления стоимостью бизнеса / Н.В. Фадейкина, К.Ю. Цыганков, Ю.М. Петрущенко // Финансы. Банки. Учет. Анализ. - 2014. - № 1. - С. 106-112. – ISSN 1993-4386.

86. Фадейкина, Н.В. Сделки слияния и поглощения: понятие и виды, этапы эволюции и основные принципы осуществления / Н.В. Фадейкина, В.Л. Максимова // Финансы и кредит. - 2011. - № 4. - С. 67-75. – ISSN 1993-4386.

87. Федосов, А.Г. Прогнозирование стоимости и выбор оптимального контрагента при слияниях (присоединениях) / А.Г. Федосов // Сибирская финансовая школа. - 2006. - № 2. - С. 23-26. – ISSN 1993-4386.

88. Федунова, К.А. Сделки по слияниям и поглощениям как альтернатива IPO / К.А. Федунова // Государственное управление. Электронный вестник. - 2018. - № 69. - С. 198-216. – ISSN 2070-1381.

89. Финогенова, Е.А. Синергетический эффект: подходы к определению и классификация / Е.А. Финогенова // Вестник науки и образования. - 2017. - №5 (29). - С. 69-72. – ISSN 2312-8089.

90. Халикова, Д.О. Основные виды синергетических эффектов при слияниях и поглощениях нефтегазовых компаний / Д.О. Халикова // Нефтегазовое дело. - 2013. - № 3(11). - С. 165-169. – ISSN отсутствует.

91. Эриашвили, Н.Д. Экономический аспект слияний и поглощений / Н.Д. Эриашвили, А.И. Митус // Вестник Московского университета МВД России. - 2010. - № 7. – С. 64-67. – ISSN 2073-0454.

92. Яковлев, П.П. Испания и Латинская Америка : Роль транснационального бизнеса / П.П. Яковлев // Актуальные проблемы Европы. – 2018. - № 1. - С. 44-61. – ISSN 0235-5620.

Издания на иностранном языке

93. Bacon, P.W. A study of Bank Mergers in Marion County / P.W. Bacon // Federal Reserve Bank of Chicago. - 1967. - October. – P. 15. - ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskiy-aspekt-sliyaniy-i-pogloscheniy>. (дата обращения: 25.03.2019).

94. Benson, D.F. Corporate Venture Capital and the Acquisition of Entrepreneurial Firms / D. F. Benson // A dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy (Business Administration) in The University of Michigan. - 2010. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – URL: https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/77886/bensond_1.pdf?sequence=1. (дата обращения: 25.03.2019).

95. Fama, E.F. Separation of Ownership and Control. / E.F. Fama, M.C. Jensen // Journal of Law and Economics. - 1983. - № 26. – P. 301-325. – ISSN отсутствует.

96. Fuller, R.B. Applewhite Synergetics 2: Further Explorations in the Geometry of Thinking MacMillan Publishing Company / R.B. Fuller. – 1st edition, 1979. – 592 p. – ISBN 978-0025418806.

97. Kenneth, J.A. Discounting for Time and Risk in Energy Policy (RFF Energy Policy Set Book 3) / J.A. Kenneth. – USA: Amazon Digital Services LLC, 2013. – 491 p. – ISBN 978-1- 6172-6017-9.

98. Lintner, J. The valuation of risky assets and the selection of risky investment in stock portfolios and capital budgets / J. Lintner // Review of Economics and Statistics. – 1965. - February. – P. 13–37. – ISSN отсутствует.

99. Manne, G.H. The Collected works of Henry G. Manne: In Three Volumes / G.H. Manne. – USA: Liberty Fund Inc.: New Edition, 2009. – 1312 p. – ISBN 978-0-86597-763-1.

100. Mossin, J. Equilibrium in a capital asset market / J. Mossin // Econometrica. - 1966. - October. – P. 768–783. – ISSN отсутствует.

101. Nielsen, J.F. A financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums / J.F. Nielsen, R.W. Melicher // Journal of Financial and Quantitative Analysis. - 1973. - № 8. – P. 139-162. – ISSN отсутствует.

102. Oliver, E.W. The Transaction Cost Economics Project: The Theory and Practice of the Governance of Contractual Relations / E.W. Oliver. – USA: Edward Elgar Pub, 2013. - 444 p. – ISBN 978-0857938770.

103. Sherrington, C.S. The integrative action of the nervous system / C.S. Sherrington. – New Haven, CT: Yale University Press; 1906. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. - URL: <https://liberationchiropractic.com/>. (дата обращения: 20.04.2019).

104. Smirlock, M. Taxes and Mergers: A Survey: Monograph. / M. Smirlock, R. Beatty, S. Maid. – Graduate School of Business Administration. New York University. - 1986. - June. – P. 22. – ISBN отсутствует.

105. Weston, J.F. The Nature and Significance of Conglomerate Finns / J.F. Weston // St John's Review Special Edition. - 1970. - № 44. – P. 66-70. – ISSN отсутствует.

106. Williamson, O.E. Corporate Control and Business Behavior / O.E. Williamson. – New Jersey : Prentice-Hall, 1970. – 196 p. – ISBN 013173203X.

Электронные ресурсы

107. Bloomberg. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bloomberg.com/europe>. (дата обращения: 27.06.2019).

108. Аналитика акций Anadarko Petroleum Corp (APC). – DOI отсутствует. – URL: <https://ru.investing.com/equities/anadarko-petro>. (дата обращения: 29.09.2019).

109. Информационный ресурс группы компаний CBonds. Больше всего денег — в медиа. Крупнейшие поглощения 2018 года // Информационный ресурс группы компаний CBonds. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://investfunds.ru/news/54481/>. (дата обращения: 25.03.2019).

110. Бурдина, А.А. Анализ видов и форм синергетического эффекта слияния и поглощения предприятий авиационной / А.А. Бурдина, И.В. Соловьев // ЭТАП : Экономическая Теория, Анализ, Практика. - 2014. - №1. – ISSN 2071-6435. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-vidov-i-form-sinergeticheskogo-effekta-sliyaniya-i-pogloscheniya-predpriyatiy-aviatsionnoy-otrasli>. (дата обращения: 21.05.2019).

111. Официальный сайт информационного агентства АК&М. Бюллетень рынка слияний и поглощений. Итоги рынка M&A за I квартал 2019 года // Официальный сайт информационного агентства АК&М. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://mergers.akm.ru/>. (дата обращения: 24.04.2019).

112. Годовой отчет Общества с ограниченной ответственностью «МКБ-лизинг» за 2017 год, утвержденный Решением единственного участника Общества с ограниченной ответственностью «МКБ-лизинг» 30.03.2018 года // Регион-Лизинг. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.mkb-leasing.ru/information-disclosure/>. (дата обращения: 07.02.2019).

113. Годовой отчет Общества с ограниченной ответственностью «РЕГИОН Групп Лизинг» за 2018 год, утвержденный Протоколом очередного собрания участников Общества с ограниченной ответственностью «РЕГИОН Групп Лизинг» 30.04.2019 года // Регион-Лизинг. – Текст : электронный. – DOI

отсутствует. – URL: <https://www.mkb-leasing.ru/information-disclosure/>. (дата обращения: 05.05.2019).

114. Дикси, Бристоль и Красное и Белое решили объединиться // Официальный сайт федерального государственного унитарного предприятия «Информационное телеграфное агентство России «ИТАР-ТАСС». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/6023276>. (дата обращения: 11.05.2019).

115. Докукина, С.М. Управление стоимостью фирмы при слияниях и поглощениях / С.М. Докукина // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики севера: вестник научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования сыктывкарского государственного университета. – 2012. - №1. – С. 5. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://koet.syktsu.ru/vestnik/2012/2012-1/5/5.html>. (дата обращения: 14.04.2019).

116. Иванов, А.Е. Генезис синергетики / А.Е. Иванов // Современные научные исследования и инновации. - 2013. - № 9(29). – С. 17. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://web.snauka.ru/issues/2013/09/26327>. (дата обращения: 25.03.2019).

117. Клёвина, М.В. Расчёт стоимости чистых активов в рамках комплексного анализа предприятия (на примере ПАО «Мегафон») / М.В. Клёвина, И.Е. Красносельцева, М.А. Кузнецова // Научное сообщество студентов XXI столетия. Экономические науки : сборник статей по материалам LXXIII Международной студенческой научно-практической конференции. – 2019. - № 1(73). – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: [https://sibac.info/archive/economy/1\(73\).pdf](https://sibac.info/archive/economy/1(73).pdf). (дата обращения: 10.05.2019).

118. Комаристая, Т.В. Схемы анализа LBO-сделок и оценка их эффективности / Т.В. Комаристая // Экономика и менеджмент инновационных технологий. - 2017. - № 5. – ISSN 2225-6431. – Текст : электронный. – DOI

отсутствует. – URL: <http://ekonomika.snauka.ru/2017/05/14888>. (дата обращения: 31.05.2019).

119. Льготным лизингом спецтехники Минпромторга РФ чаще пользуются строитель и грузоперевозчики // Электронное периодическое издание «Ведомости». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2018/04/13/lgotnim-lizingom-spetstehniki-minpromtorga-rf-chasche-polzuyutsya-stroiteli-i-gruzoperevozchiki. (дата обращения: 10.05.2019).

120. Мазаев, Р.К. Основные элементы синергетики / Р.К. Мазаев, М.И. Кучер // Международный студенческий научный вестник. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://scienceforum.ru/2018/article/2018000911>. (дата обращения: 21.05.2019).

121. Метод и методика экономического анализа // Образовательный сайт Кучеровой Е.Н. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: http://www.kucherova.ru/metod_i_metodika/index.html. (дата обращения: 24.04.2019).

122. МКБ-ЛИЗИНГ вошел в состав одной из крупнейших частных российских финансовых групп «РЕГИОН» // Регион-Лизинг. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.mkb-leasing.ru/news/10872/>. (дата обращения: 30.05.2019).

123. Информационное агентство АК&М. МТС объявили итоги М&А за I квартал 2019 года // Информационное агентство АК&М. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://mergers.akm.ru/news/10278>. (дата обращения: 22.06.2019).

124. Нездоровая атмосфера. Финансовый сектор стал лидером слияний и поглощений // Официальный сайт журнала Forbes. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/355639-nezdorovaya-atmosfera-finansovyy-sektor-stal-liderom-sliyaniy-i>. (дата обращения: 24.04.2019).

125. Обзор рынка слияния и поглощений в России 2018 году // Официальный сайт КМППГ. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://home.kpmg/ru/ru/home/insights/2019/02/russian-2018-ma-overview.html>. (дата обращения: 21.04.2019).

126. Официальный сайт Business Insider. – Текст : электронный. - URL: <https://www.businessinsider.com/ma-largest-deals-world-2019-2019-3>. (дата обращения: 29.09.2019).

127. Официальный сайт Fusion Media Limited. – Текст : электронный. - URL: <https://ru.investing.com/>. (дата обращения: 29.09.2019).

128. Принцип формирования инвестиций / Бизнес. На просторах экономики и финансов. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <http://www.linkseonet.ru/effektivnost-kapitalovlozhenij/princip-formirovaniya-investicij.php>. (дата обращения: 11.05.2019).

129. Промсвязьбанк вернул часть средств Центробанку в марте // Электронное периодическое издание «Ведомости». Промсвязьбанк вернул часть средств Центробанку в марте. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/news/2018/03/29/755270-asv-stalovladeltsem-promsvyazbanka>. (дата обращения: 05.05.2019).

130. Россия. Барометр уверенности компаний. Как провести время с пользой, пока рынок M&A находится в режиме ожидания. Пресс-релиз компании Ernst & Young // EY. Building a better working world. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccb19-rus-final/\\$FILE/ey-ccb19-rus-final.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccb19-rus-final/$FILE/ey-ccb19-rus-final.pdf). (дата обращения: 11.05.2019).

131. Рынок слияний и поглощений сократился в 2018 году // Официальный сайт информационного агентства Банки ру. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.banki.ru/news/bankpress/?id=10865314>. (дата обращения: 25.04.2019).

132. Севергрупп закрыл сделку по покупке 41,9% «Ленты» // Информационное агентство АК&М. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://mergers.akm.ru/news/10230>. (дата обращения: 18.05.2019).

133. Структура О. Тинькова продает 4,5% акций TCS Group за 150 млн \$ // Информационное агентство АК&М. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://mergers.akm.ru/news/10106>. (дата обращения: 19.05.2019).

134. Топ-9 крупнейших слияния и поглощений этого года // ВестиRU. Экономика. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.vestifinance.ru/articles/116417?page=8>. (дата обращения: 25.05.2019).

135. Хусаинов, З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений : интегрированная методика / З.И. Хусаинов // Корпоративные финансы. - 2008. - № 1. - ISSN 2073-0438. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-effektivnosti-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-integrirovannaya-metodika>. (дата обращения: 25.05.2019).

136. Юлдашева, О.У. Стратегии интеграции компаний / О.У. Юлдашева, А.Б. Горид // Новости электроники. – 2006. - № 4(40). – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.news.elteh.ru/arh/2006/40/19.php>. (дата обращения: 15.06.2019).

ПРИЛОЖЕНИЕ А (информационное)

Семантический анализ понятий слияние и поглощение

Таблица А.1 - Семантический анализ понятий слияние и поглощение

Источник	Слияние	Поглощение
Федеральный закон "Об обществах с ограниченной ответственностью" от 08.02.1998 N 14-ФЗ (ред. от 23.04.2018)	«Слиянием обществ признается создание нового общества с передачей ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ и прекращением последних.»	-
Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 15.04.2019) (ст. 16)	«Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних.»	-
Указ Президента РФ "О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий" (вместе с "Временным положением о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества") от 16.11.1992 N 1392 (ред. от 26.03.2003, с изм. от 30.06.2012)	-	«Поглощением одного предприятия другим признается приобретение последним контрольного пакета акций первого. При этом поглощающее предприятие признается холдинговой компанией (если это не имело места ранее), а поглощаемое - ее дочерним предприятием.»
Рид, С.Ф.; Лажу, А.Р. Искусство слияний и поглощений. – М., 2007. – С. 23-28.	«Сделка, при которой одна корпорация юридически поглощается другой, в результате чего компания-поглотитель принимает на свой баланс все активы и обязательства поглощенной компании»	«Процесс, предполагающий, что акции или активы корпорации становятся собственностью покупателя. Данная сделка может принимать форму покупки акций или покупки активов»

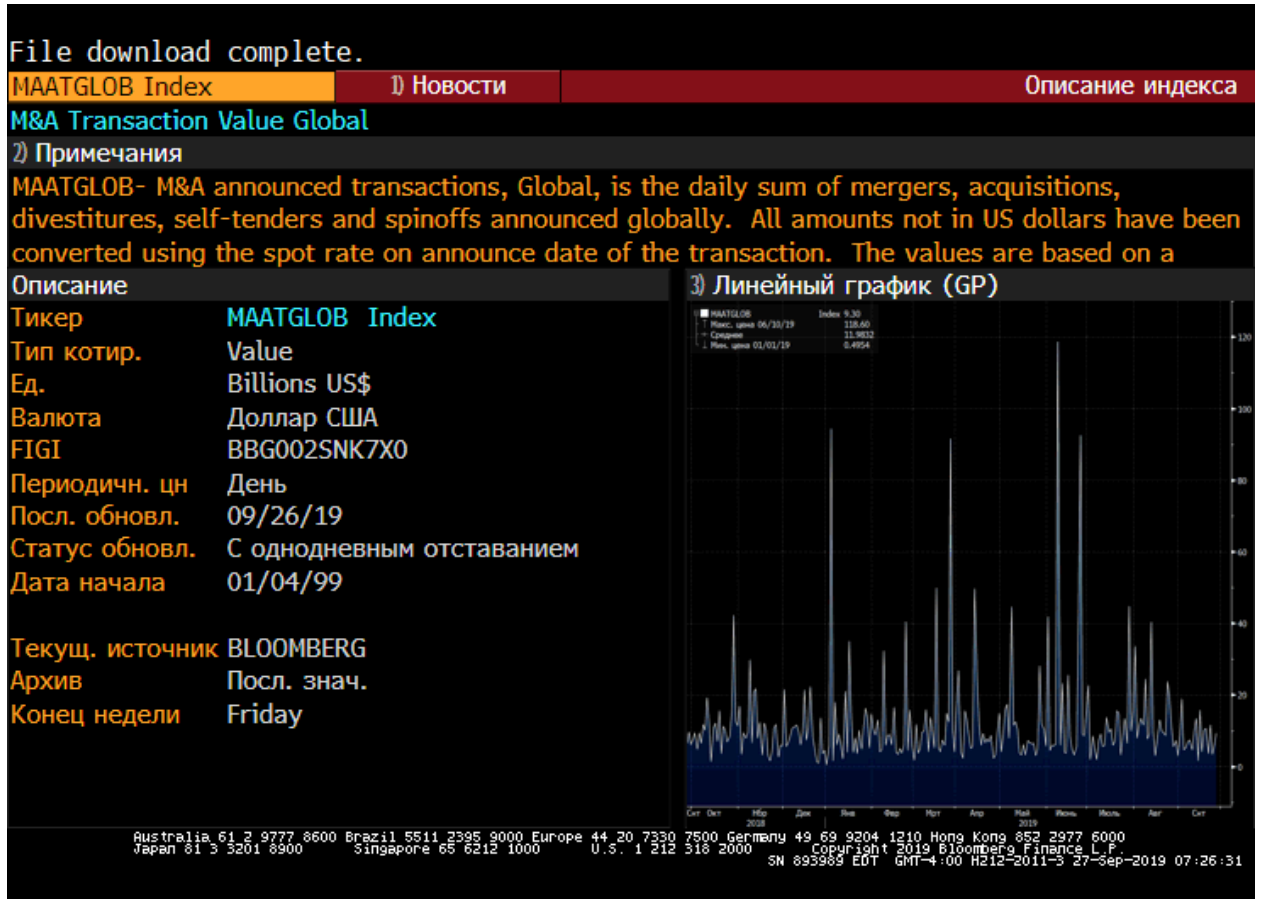
Продолжение таблицы А.1

Источник	Слияние	Поглощение
<p>Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Дамодаран А. - 9-е изд., перераб. и доп. - М.: Альпина Пабли., 2016. - 1316 с.: 70x100 1/16 (Переплёт) ISBN 978-5-9614-5464-2, 1000 экз. - Режим доступа: http://znanium.com/catalog/product/912796</p>	<p>«Целевая фирма прекращает свое существование и становится частью приобретающей фирмы...»</p>	<p>Отсутствует четкое разделение терминов «слияние» и «поглощение». Поглощение рассматривается автором как «враждебное поглощение».</p>
<p>Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. Гохан – «Альпина Диджитал», 2010. – 1220 с.</p>	<p>«Слиянием называется объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование</p>	<p>«Этот термин более неопределенный и иногда относится только к враждебным сделкам, в других случаях он используется для обозначения как дружественных, так и недружественных слияний»</p>
<p>Реорганизация бизнеса: слияние и поглощение. Монография: монография / Л.Г. Паштова. — Москва : КноРус, 2018. — 205 с. — ISBN 978-5-4365-2403-0.</p>	<p>«... возникновение нового общества при передаче ему прав и обязанностей нескольких обществ с прекращением их деятельности,...»</p>	<p>«Поглощение – это приобретение фирмой-покупателем контрольного пакета акций поглощаемой компании»</p>

Источник: составлено автором.

ПРИЛОЖЕНИЕ Б (информационное)

Анализ рынка слияния и поглощений с использованием платформы Bloomberg



Источник: составлено автором на основе данных [107].

Рисунок Б.1 – Динамика MAATGLOB Index с 04.01.1999 по 26.09.2019.



Источник: составлено автором на основе данных [107].

Рисунок Б.2 – Динамика рынка слияний и поглощений в разрезе типов сделки с 01.01.2019 по 26.09.2019

ПРИЛОЖЕНИЕ В
(информационное)

Расчет показателей ликвидности и рентабельности компании ООО «РЕГИОН Групп Лизинг»

Таблица В.1 - Расчет показателей ликвидности и рентабельности компании ООО «РЕГИОН Групп Лизинг»

Показатель	Формула расчета	31.12.2017	31.03.2018	30.06.2018	30.09.2018	31.12.2018	31.03.2019
Рентабельность активов, %	Чистая прибыль/средняя величина активов	1,01	5,09	5,32	5,45	5,40	0,50
Рентабельность собственного капитала, %	Чистая прибыль/средняя величина собственного капитала	10,61	60,64	65,91	67,56	67,39	6,11
Рентабельность продаж, %	Прибыль (убыток) от продаж/выручка	19,11	19,79	19,36	19,68	18,92	15,01
Рентабельность инвестиций, %	Чистая прибыль/ (собственный капитал + долгосрочные обязательства)	3,40	6,33	6,24	6,25	6,26	2,35
Коэффициент текущей ликвидности	(Денежные средства + краткосрочные финансовые вложения)/текущие обязательства	1,29	1,50	1,72	2,08	0,56	0,64
Коэффициент быстрой ликвидности	(Денежные средства + краткосрочные финансовые вложения+ краткосрочная дебиторская задолженность)/текущие обязательства	0,63	0,89	1,03	1,22	0,39	0,47
Коэффициент абсолютной ликвидности	Текущие активы/текущие обязательства	0,10	0,18	0,21	0,15	0,17	0,18

Источник: составлено автором на основе данных [112; 113; 122].