

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

*На правах рукописи*

Темукуева Жанета Хусейновна

# АНАЛИЗ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

5.2.3. Региональная и отраслевая экономика:  
бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика

АВТОРЕФЕРАТ  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Толмачев Михаил Николаевич,  
доктор экономических наук, доцент

Москва – 2024

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

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 24 апреля 2024 г. в 10:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505 001.121 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу [www.fa.ru](http://www.fa.ru).

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Бариленко В.И., д.э.н., профессор;  
заместитель председателя – Петров А.М., д.э.н., профессор;  
заместитель председателя – Рожнова О.В., д.э.н., профессор;  
ученый секретарь – Блинова У.Ю., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Башина О.Э., д.э.н., профессор;  
Бычкова С.М., д.э.н., профессор;  
Вахрушина М.А., д.э.н., профессор;  
Герасимова Е.Б., д.э.н., профессор;  
Гришкина С.Н., д.э.н., профессор;  
Евстафьева В.М., д.э.н., доцент;  
Ефимова О.В., д.э.н., профессор;  
Кеворкова Ж.А., д.э.н., профессор;  
Королёв О.Г., д.э.н., доцент;  
Мельник М.В., д.э.н., профессор;  
Толмачев М.Н., д.э.н., доцент.

Автореферат диссертации разослан 26 февраля 2024 г.

## **I Общая характеристика работы**

**Актуальность темы исследования.** Вопросы анализа эффективности создания стоимости для инвесторов и собственников компании при реализации сделок слияния и поглощения (далее – инвестиционные сделки, сделки, M&A) и оценки стоимости, создаваемой для инвестора в результате сделки, являются предметом дискуссии на протяжении нескольких десятилетий.

На сегодняшний день многие компании сталкиваются с необходимостью реорганизации и реструктуризации бизнеса для более эффективной адаптации к внешним факторам. Большинство крупных отечественных и транснациональных корпораций были образованы путем использования механизмов реорганизации, одним из которых стали инвестиционные сделки.

Однако до настоящего времени не существует единой сформировавшейся точки зрения относительно способа оценки эффективности создания стоимости в сделках слияния и поглощения. Большая часть научных исследований основаны на разных данных и временных периодах, что ведет к противоречивости полученных результатов несмотря на использование аналогичных методов анализа.

До сих пор остается открытым вопрос о том, создают ли сделки слияния и поглощения стоимость для инвесторов, ведут ли к повышению операционной, инвестиционной и финансовой эффективности как критериям повышения эффективности и максимизации стоимости компании или являются для менеджмента компаний способом увеличения своего влияния.

Большинство существующих исследований по анализу создания стоимости в сделках слияния и поглощения основаны на методах анализа события и анализа финансовой отчетности.

В первом методе в качестве критерия эффективности сделки изучается реакция рынка на объявление о ее реализации. Данный метод позволяет измерить создаваемую для инвестора стоимость в краткосрочном периоде.

Во втором методе применяются инструменты анализа финансовой отчетности для выявления динамики изменения ключевых финансовых показателей до реализации сделки и в течение нескольких периодов после завершения сделки (в большинстве случаев срок наблюдения составляет 2-3 года

после закрытия сделки).

Каждый из данных подходов имеет сильные и слабые стороны, но ни один из них не дает ответа на вопрос о долгосрочном эффекте сделки на компанию в прогнозном периоде, так как метод анализа события основан на изучении краткосрочной реакции рынка. В то же время, участники рынка не всегда в состоянии дать корректную оценку изменениям деятельности компании. Метод анализа финансовой отчетности, в свою очередь, основан на аудированных финансовых показателях, сформированных в результате деятельности экономического субъекта, что повышает надежность анализируемых данных. С другой стороны, существующая модификация метода анализа финансовой отчетности основана на исторических данных и не позволяет спрогнозировать результат сделки до ее реализации. Следовательно, отрицательная стоимость и ценность сделки для ключевых заинтересованных сторон выявляется уже после ее закрытия на этапе интеграции приобретенной компании в контур холдинга.

Результатом отсутствия эффективной методики аналитического обеспечения инвестиционной сделки и оценки последствий ее реализации является неспособность большинства сделок создавать стоимость для собственников, инвесторов и прочих ключевых заинтересованных сторон.

Актуальность исследования заключается в том, что в текущих условиях возникает необходимость обоснованного выбора методики отбора и анализа факторов создания стоимости компании, которые являются основой для идентификации критериев эффективности реализации сделки.

**Степень разработанности темы исследования.** Учитывая актуальность тематики исследования и его дискуссионный характер, данная проблема отличается высокой степенью разработанности. В частности вопросами использования метода анализа события занимались такие ученые, как Дж. Ананд, С.Дж. Браун, А. Делиас, И.В. Ивашковская, Н. Конн, Р. Ларсон, А. Маккинли, Р. Монтгомери, Дж. Уилсон, Дж.Б. Уорнер, Дж. Уэстон, М. Фасио, С. Финкельштейн и др.

Вопросам применения методологии финансового анализа при аналитическом обосновании принятия инвестиционного решения посвящены работы российских

и зарубежных ученых: М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой, А.Г. Грязновой, В.И. Бариленко, В.И. Бусова, Д.А. Ендовицкого, О.В. Ефимовой, И.Я. Лукаевича, П.А. Кукушкина, Дж. Перла, Н.С. Пласковой, Дж. Розенбаум, Н.П. Любушина, А.Н. Рассказовой, И.М. Партина и др.

**Цели и задачи исследования.** Целью исследования является разработка теоретических и методических подходов к выявлению и анализу факторов создания стоимости бизнеса для повышения обоснованности оценки эффективности сделок слияния и поглощения.

Для реализации цели поставлен ряд **задач**:

- проанализировать сущность сделок слияний и поглощений: подходы к пониманию их природы, способы классификации сделок по различным основаниям для отбора и систематизации факторов создания стоимости бизнеса при реализации сделок слияния и поглощения;

- обосновать целесообразность выбора равновесной стоимости бизнеса и расширить ее дефиницию для обоснования предпосылок выбора факторов создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения;

- расширить систему показателей для анализа создания стоимости, позволяющую учитывать специфические цели и задачи реализации сделок слияния и поглощения для повышения обоснованности идентификации критериев эффективности сделки для ключевых заинтересованных сторон;

- разработать модель обоснования требуемой нормы доходности на инвестированный капитал для анализа стоимости непубличных компаний в условиях слабо развитого фондового рынка;

- предложить методику анализа создания стоимости в сделках слияния и поглощения в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе.

**Объект исследования.** Объектом исследования являются факторы и процессы создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения.

**Предмет исследования.** Предметом исследования являются методы выявления, анализа и оценки влияния факторов создания стоимости на эффективность сделок слияния и поглощения.

**Методология и методы исследования.** Теоретической основой данного исследования являются труды отечественных и зарубежных специалистов в области анализа стоимости компании, финансового и инвестиционного анализа деятельности хозяйствующего субъекта. Методологической основой исследования является синтез общенаучных методов: стратегического, финансового, статистического анализа, а также специальных методов экономического анализа.

**Область исследования** диссертации соответствует п. 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка эффективности деятельности экономических субъектов»; п. 11.5. «Мониторинг, анализ и оценка изменений бизнеса» Паспорта научной специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика: бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика (экономические науки).

**Информационная и эмпирическая база.** Информационную и эмпирическую базу исследования составили материалы и обзоры ведущих инвестиционных банков и консалтинговых компаний, финансовая отчетность нефтедобывающих компаний, данные рейтинговых агентств и информационные ресурсы, включая S&P Capital IQ, законодательные и нормативные акты Российской Федерации, российская и зарубежная литература, публикации авторов в периодической печати, доступные справочные и аналитические ресурсы в сети Интернет.

**Научная новизна** исследования состоит в разработке и теоретическом обосновании комплекса рекомендаций по организации и методике проведения анализа создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения, позволяющих повысить обоснованность оценки эффективности сделок слияния и поглощения на всех этапах реализации сделок.

**Положения, выносимые на защиту:**

- предложена новая классификация сделок по слиянию и поглощению, основанная на стратегии использования объекта сделки для аналитического обеспечения инвестиционных решений по их реализации, позволяющая повысить обоснованность идентификации факторов создания стоимости бизнеса (С. 16-18);
- доказана целесообразность выбора равновесной стоимости и уточнена ее

дефиниция для обоснования предпосылок выбора факторов создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения. Под равновесной стоимостью понимается стоимостное выражение интересов каждой из хорошо осведомленных сторон сделки в получении важных для них ценностей, которые включают в себя потенциал наиболее эффективного использования объекта, выгоду и последствия владения объектом сделки с учетом рыночной конъюнктуры. Предлагаемая дефиниция позволяет учесть при анализе стоимости как существующие рыночные механизмы, так и специфические интересы хорошо осведомлённых об объекте сторон сделки (С. 45-47);

– на основании разработанной классификации сделок слияния и поглощения расширена система показателей для анализа создания стоимости бизнеса за счет показателя рентабельности долгосрочных заемных средств и показателя соотношения требуемой и фактической доходности на собственный капитал, что позволяет учитывать специфические цели и задачи реализации сделок слияния и поглощения и повысить обоснованность идентификации критериев эффективности сделки для ключевых заинтересованных сторон (С. 85-87; 112-133);

– аналитически обоснована модификация классической модели кумулятивного построения ставки дисконтирования для определения требуемой нормы доходности на инвестированный капитал на основе метода анализа рыночных сил М. Портера и метода PEST-анализа, что позволяет при принятии инвестиционного решения учесть в стоимости анализируемой компании как финансовые, так и нефинансовые риски, сопутствующие реализации сделки (С. 66-73; 127);

– предложена методика для анализа создания стоимости бизнеса для ключевых заинтересованных сторон сделки слияния и поглощения, основанная на методе анализа события в краткосрочном периоде, анализе и прогнозе финансовой отчетности в среднесрочном и долгосрочном периодах (С. 112-117).

**Теоретическая значимость работы** состоит в том, что результаты исследования могут быть использованы для дальнейшей разработки и изучения методов анализа факторов создания стоимости бизнеса при реализации инвестиционных сделок. В ходе осуществления исследования проанализирована и

дополнена научная и методическая база по вопросам, связанным с методическими подходами к анализу факторов создания стоимости бизнеса при реализации сделок слияния и поглощения.

**Практическая значимость работы** заключается в том, что результаты исследования и предложенные алгоритмы анализа могут быть использованы при отборе целевых индикаторов анализа эффективности создания стоимости компании в результате принятия инвестиционных решений по реорганизации и реструктуризации компании, аналитиками и консультантами инвестиционных компаний при планировании как внутренних, так и транснациональных сделок независимо от страны резидентства компании.

**Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.** Выводы, а также научные положения, отличаются высокой степенью достоверности и аргументации, определяясь следующими критериями: диссертация базируется на актуальных законодательных актах и релевантной научной литературе российских и зарубежных авторов; основывается на использовании методик и подходов, доказавших свою эффективность в предыдущих исследованиях российскими и зарубежными учеными; материалы диссертации документально подтверждены справками о внедрении рекомендаций автора в практику экономической работы действующих организаций.

Основные положения и результаты проведенного диссертационного исследования докладывались автором на следующих научных конференциях: на Международной научно-практической конференции «Экономическая наука и практика в условиях нестабильной внешней среды и экспансии цифровой глобализации» (Москва, Финансовый университет, 20-21 мая 2021 г.); на Международной научно-практической конференции «Социально-экономические системы в условиях глобальных трансформаций: проблемы и перспективы развития» (г. Нальчик, Кабардино-Балкарский ГАУ, 27-28 мая 2021 г.); на II Международной научно-практической конференции «Статистика, аналитика и прогнозирование в современной экономике: опыт и перспективы развития» (Москва, Финансовый университет, 21-22 апреля 2022 г.); на XIV Международной научно-практической конференции «Декабрьские чтения памяти С.Б. Барнгольц»:



«Корпоративная отчетность: расширение границ учетно-контрольного и аналитического инструментария» (Москва, Финансовый университет, 15-16 декабря 2022 г.); на Всероссийской научно-практической конференции с международным участием «Перспективы современной науки и образования» (г. Саратов, Институт управления и социально-экономического развития, 28 декабря 2022 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности отдела корпоративных финансов компании ООО «ОКС ЛАБС», в частности используется разработанная в диссертации методика аналитического обоснования инвестиционных решений. По материалам исследования принята к внедрению система ключевых факторов создания стоимости компании при выборе критериев оценки эффективности сделок слияния и поглощения, и финансовой эффективности деятельности сторон сделок, а также разработанная в диссертации модель обоснования требуемой нормы доходности на инвестированный капитал. Используется описанная в исследовании методика анализа стоимости компании. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе компании и способствуют увеличению эффективности реализации проектов.

Результаты исследования использовались Департаментом бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Методология и методика финансового анализа».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

**Публикации.** Основные положения диссертационного исследования отражены в 12 публикациях общим объемом 5,39 п.л. (авторский объем 5,04 п.л.), в том числе 6 работ общим объемом 2,95 п.л. (авторский объем 2,75 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 121 наименования и одного приложения. Текст диссертации изложен на 155 страницах, содержит 7 рисунков, 34 таблицы, 16 формул.

## II Основное содержание работы

Основные положения исследования, содержащие элементы научной новизны и имеющие практическое значение:

**Предложена новая классификация сделок по слиянию и поглощению, основанная на стратегии использования объекта сделки с целью аналитического обеспечения инвестиционных решений по их реализации, позволяющая повысить обоснованность идентификации факторов создания стоимости бизнеса.**

Данная классификация опирается на цели дальнейшего использования объекта сделки и позволяет наиболее эффективно определить факторы создания стоимости как базы для отбора критериев эффективности сделок слияния и поглощения:

1) Институциональные сделки осуществляются финансовыми и кредитными институтами, преимущественно банками и инвестиционными фондами. Основная цель данных институтов - не достижение долгосрочной эффективности от владения объектом, а создание стоимости для дальнейшей его продажи с большей рыночной премией. Следовательно, анализ объекта сделки имеет свою специфику. В первую очередь, проводится анализ неиспользованных резервов и устанавливается потенциал рынка, на котором функционирует компания. При подготовке сделки институционального типа, в большинстве случаев, потенциальный инвестор разрабатывает стратегию выхода из инвестиции по достижению первоначальных целей, а не стратегию долгосрочного использования объекта.

2) Интеграционные сделки, при реализации которых потенциальный покупатель на этапе скрининга изучает возможности для интеграции приобретенной компании в контур холдинга. Сделки данного типа реализуются, преимущественно, путем приобретения операционного бизнеса компании-цели, нежели доли в ее уставном капитале. Интеграционные сделки, в свою очередь, делятся на:

- горизонтальная интеграционная сделка, при которой покупатель и цель

принадлежат к одной индустрии;

– вертикальная интеграционная сделка, являющаяся эффективной при сильной управленческой команде компании-цели и при входе в новую индустрию.

3) Целью диверсификационных сделок является не получение долгосрочных выгод, а хеджирование предпринимательских рисков. При осуществлении аналитического сопровождения данных сделок важно оценить текущее финансовое состояние, степень рентабельности, финансовой устойчивости и ликвидности компании, отсутствие административных барьеров для выхода с рынка, риски и доходность капитала компании-цели (для публичных компаний).

Разработанная классификация представляется наиболее подходящей для обоснования мер повышения эффективности сделок, так как подразумевается, что выделяемые группы создают хорошую базу для понимания направлений использования приобретаемого объекта сделки.

**Доказана целесообразность выбора равновесной стоимости и уточнена ее дефиниция для обоснования предпосылок выбора факторов создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения.**

Целям реализации инвестиционных сделок, включая сделки по слиянию и поглощению, в полной мере соответствует анализ инвестиционной стоимости. Однако в условиях законодательного ограничения на использование инвестиционной стоимости для целей реализации сделки, что следует из нормативно-правовых актов, рекомендуется использовать равновесную стоимость, сочетающую в себе черты рыночной и инвестиционной стоимости.

Тем не менее, приведенное в существующих Федеральных стандартах оценки определение равновесной стоимости не может в полной мере отразить ее природу и сужает ее до категории денежной суммы сделки между конкретными заинтересованными сторонами. Однако отождествление равновесной стоимости лишь с суммой денежных средств, которая была согласована сторонами сделки, исключает объективную составляющую данного вида стоимости.

В стандартах указано, что равновесная стоимость отличается от рыночной тем, что учитывает специфические характеристики, сопутствующие сделке, а также предполагаемый способ использования приобретаемого объекта. Тем не

менее, равновесная и рыночная стоимость, основываясь на идентичных предпосылках, имеют ряд существенных отличий:

– во-первых, в отличие от рыночной, равновесная стоимость предназначена для конкретного потенциального инвестора, что позволяет учесть в стоимости бизнеса цели и ценности отдельных ключевых заинтересованных сторон;

– во-вторых, благодаря адресности сторон инвестиционной сделки есть возможность более детального анализа показателей доходности, риска и оценки целесообразности принимаемого инвестиционного решения.

Принимая во внимание вышеуказанные положения, отмечается, что равновесная стоимость является стоимостным выражением интересов каждой из хорошо осведомленных сторон сделки в получении важных для них ценностей, которые включают в себя потенциал наиболее эффективного использования объекта, выгоду и последствия владения объектом сделки с учетом рыночной конъюнктуры.

Равновесная стоимость, как и инвестиционная, выражает интересы каждого конкретного потенциального участника сделки, но при этом учитывает принцип получения потенциальных выгод от приобретения объекта на свободном рынке.

Именно двойственная природа равновесной стоимости позволяет говорить об ее эффективности при работе с инвестиционными сделками.

В связи с этим можно сделать вывод о том, что существующая методология анализа и процесс создания стоимости для равновесной и рыночной стоимостей идентичны.

Предлагаемая дефиниция подчеркивает объективные характеристики природы равновесной стоимости, которые являются ничем иным, как стоимостным выражением интересов сторон сделки и одновременно стоимостным выражением выгод и последствий последующей эксплуатации объекта сделки с позиции наиболее эффективного его использования.

Следовательно, анализ равновесной стоимости обоснован при реализации сделок слияния и поглощения, выходе на IPO, привлечении финансирования и прочих случаях с применением методологии анализа рыночной стоимости.

Таким образом, справедливо утверждение о том, что равновесная стоимость

наиболее полно отражает количественное выражение ожидаемых экономических выгод инвестора, что соответствует одной из стратегических задач стабильного и успешно функционирующего бизнеса.

**Расширена система ключевых факторов создания стоимости бизнеса за счет показателя рентабельности долгосрочных заемных средств и показателя соотношения требуемой и фактической доходности на собственный капитал, что позволяет учитывать специфические цели и задачи реализации сделок слияния и поглощения и повысить обоснованность идентификации критериев эффективности сделки для ключевых заинтересованных сторон.**

Говоря о факторах создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения, нельзя не отметить, что они, в той или иной степени, соотносятся с анализом стоимости независимо от типа сделки. Однако для более рационального отбора факторов создания стоимости как основы для разработки критериев анализа эффективности сделок необходимо персонифицировать данные факторы для каждого типа сделки с учетом конечной цели использования объекта анализа.

В частности предложен и систематизирован алгоритм отбора факторов создания стоимости для анализа результатов сделки слияния и поглощения в зависимости от разработанной классификации сделок.

При анализе стоимости бизнеса во внимание должны приниматься как микроэкономические факторы, вытекающие напрямую из характеристик анализируемой компании, так и макроэкономические, формируемые под воздействием внешней среды.

К сожалению, хозяйствующий субъект не может единолично влиять на факторы внешней среды, однако при анализе компании и создании стратегии управления стоимостью данные факторы должны быть учтены.

Кроме того, существующая система ключевых факторов создания стоимости была дополнена показателем рентабельности долгосрочного заемного капитала и показателем соотношения требуемой и фактической доходности на собственный капитал компании на прогнозном интервале, что позволяет более полно оценить эффективность использования привлеченных средств и измерить доходность, приходящуюся на инвестора в долгосрочном периоде после реализации сделки.

**Аналитически обоснована модификация классической модели кумулятивного построения ставки дисконтирования для определения требуемой нормы доходности на инвестированный капитал на основе метода анализа рыночных сил М. Портера и метода PEST- анализа, что позволяет при принятии инвестиционного решения учесть в стоимости анализируемой компании как финансовые, так и нефинансовые риски, сопутствующие реализации сделки.**

Суть анализа на основе модели М. Портера состоит в том, что в зависимости от риска каждому из пяти факторов, предложенных в модели, присваиваются баллы в процентном выражении. Анализ проводится по пяти факторам: угроза вторжения новых игроков, степень рыночной власти потребителей, влияние поставщиков, премия за риск появления товаров-заменителей, премия за внутриотраслевую конкуренцию. Каждой группе факторов, кроме двух последних, присваиваются баллы от 1 до 5. Группе факторов «риск появления товаров-заменителей» присваиваются баллы от 1 до 2. Группе факторов, характеризующих степень внутригрупповой конкуренции присваивают баллы в диапазоне от 1 до 4.

Указанные факторы суммируются с безрисковой ставкой, как указано в формуле (1)

$$R = R_{\text{riskfre}} + C_{\text{NP}} + C_{\text{cp}} + C_{\text{sp}} + C_{\text{sg}} + C_{\text{ic}}, \quad (1)$$

где  $R$  – ставка дисконтирования;

$R_{\text{riskfre}}$  – безрисковая ставка;

$C_{\text{NP}}$  – угроза вторжения новых игроков;

$C_{\text{cp}}$  – степень рыночной власти потребителей;

$C_{\text{sp}}$  – влияние поставщиков;

$C_{\text{sg}}$  – риск появления товаров-заменителей;

$C_{\text{ic}}$  – премия за внутриотраслевую конкуренцию.

Необходимо рассмотреть каждый фактор в формуле (1) более подробно:

1)  $C_{\text{NP}}$  – угроза вторжения новых игроков. Чем выше угроза появления на рынке новых игроков, тем выше принимаемые компанией риски, ввиду функционирования в условиях более жесткой конкурентной среды с меньшими

механизмами нормализации своей операционной деятельности. Интерпретация первого фактора представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Факторы определения риска по угрозе появления новых игроков

Фактор	Интерпретация	Диапазон значений
Экономия на масштабе	При высоком уровне экономии на масштабе новому игроку сложнее выйти на рынок и достичь необходимой рентабельности	0 – при наличии эффекта экономии на масштабе; 1 – при отсутствии эффекта экономии
Направление политики Правительства	При большом количестве ограничений и барьеров, накладываемых государством, тем менее привлекательна данная отрасль для вступления в нее новых участников	1 - относительно легкий доступ к конечному потребителю; 0 - существуют серьезные барьеры для входа на рынок
Степень диверсификации продукта и авторитет присутствующих на рынке торговых марок	Чем выше уровень диверсификации в отрасли и чем большее количество торговых марок присутствует в ней, тем меньше возможностей у нового игрока занять свободную нишу и «выжить» в конкурентной борьбе	0 – высокий уровень товарной диверсификации; 1–диверсификация слабая. Крупных и авторитетных игроков на рынке практически нет
Уровень потребности в капитале и уровень постоянных затрат	Высокая потребность в капитале на начальном уровне и высокая стоимость его привлечения создают серьезные сложности для входа на рынок. То же самое можно сказать и об уровне постоянных затрат	0 – при высоких обязательных капиталовложениях и высоких постоянных затратах; 1 – при небольших объемах требуемых капиталовложений
Продолжение Получение доступа к каналам распределения	Чем сложнее новому игроку провести свой товар от производителя до конечного потребителя и чем выше затраты на такое распределение, тем менее привлекательна данная отрасль для входа нового игрока	1 – получение доступа к каналам распределения представляется сложным и долгим процессом; 0 - получение доступа к каналам распределения не является затруднительным

Источник: составлено автором по материалам Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

2)  $C_{cp}$  – степень рыночной власти потребителей указана в таблице 2.

Таблица 2 - Факторы определения рыночной власти потребителей

Показатель	Диапазон значений
1	2
Степень концентрации и объем закупок	1 – малая концентрация; 0 – высокая степень концентрации покупателей и большой масштаб покупок

## Продолжение таблицы 2

1	2
Отсутствие уникальности товаров и наличие товаров - заменителей	0 – отсутствие либо незначительное количество субститутов; 1 – наличие товаров-заменителей
Высокая эластичность спроса по цене и потребность покупателей снизить свои затраты на приобретение продукции	1 – эластичность меньше либо равна нормативному, либо среднеотраслевому значению; 0 – высокая эластичность
Качество продукции не удовлетворяет требований потребителей в связи с чем они продолжают поиск аналогичных товаров либо услуг	0 – высокое качество продукции; 1 – качество среднее либо ниже среднего. Большинство отзывов на продукцию компании неудовлетворительные
Тенденции и тренды в выбранном сегменте потребителей, влияющие на восприятие компании	0 – направление деятельности компании отвечает современным трендам и тенденциям; 1 – деятельность компании не ставит в приоритет следованию тенденциям

Источник: составлено автором по материалам Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

3) Интерпретация значений  $C_{sp}$  – влияние поставщиков – дана в таблице 3.

Таблица 3 – Факторы, формирующие степень влияния поставщиков

Показатель	Диапазон значений
Относительно небольшое количество поставщиков вплоть до олигополии и монополии.	0 – достаточное количество поставщиков на рынке; 1 – число поставщиков намного меньше, нежели число производителей либо продавцов товаров и услуг
Ограниченный объем поставляемых ресурсов не может в полной мере обеспечить все потребности рынка	1 – ресурс не является уникальным; 0 – объем ресурсов ограничен либо присутствует слишком жесткое правовое регулирование на его добычу
Уровень затрат на поиск альтернативных источников поставок.	0 – всегда можно найти альтернативных поставщиков ресурсов при минимальных затратах; 1 – выгоднее приобретать факторы производства у нынешних поставщиков
Степень приоритетности отрасли для поставщиков	0 – отрасль привлекательна для поставщиков. Они видят в ней перспективы; 1 – поставщики не видят возможностей для максимизации своего дохода
Уровень затрат поставщиков, влияющий на их политику ценообразования	0 – затраты поставщиков стабильные и легко прогнозируемые; 1 – затраты поставщиков выше среднего и имеют тенденцию к неконтролируемому росту

Источник: составлено автором по материалам Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

4)  $C_{sg}$  – премия за риск появления товаров-заменителей измеряется в соответствии с рекомендациями в таблице 4.



Таблица 4 - Угроза появления товаров-заменителей

Показатель	Диапазон значений
1	2
Наличие на рынке товаров, обеспечивающих лучший баланс между ценой и качеством	0-1 – при наличии не более трех производителей подобных товаров; 2 – на рынке присутствует более трех компаний, производящих товары-заменители
Субституты производятся крупными предприятиями, способными установить минимальные цены за счет экономии на масштабе	От 0 до 1 – производители товаров-заменителей могут «продавить» существующий рынок за счет известности марки и больших объемов; 2 – производители данных товаров имеют в среднем одинаковый уровень с рассматриваемым предприятием
Производители товаров-субститутов имеют более высокие доходы на других рынках и не стремятся к генерации максимальной прибыли в рассматриваемом сегменте за счет ценообразования	0 – компания, выпускающая товары-заменители, получает доход лишь от деятельности на данном рынке; 1 – экономический субъект получает более высокий доход от деятельности в альтернативных рыночных сегментах

Источник: составлено автором по материалам Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

5)  $C_{ic}$  – премия за внутриотраслевую конкуренцию раскрыта в таблице 5.

Таблица 5 - Детерминанты внутриотраслевой конкуренции

Показатель	Диапазон значений
Количество игроков в отрасли и объем и реализации	0 – действует малое количество игроков. Объем реализации продукции анализируемой компании выше, чем среднее значение по отрасли; 1 – в отрасли существует большое количество компаний с приблизительно одинаковым объемом реализации продукции либо услуг
Срок возможного хранения продукции	0 – высокий срок хранения; 1 – продукция является скоропортящейся. Это заставляет производителей и продавцов снижать цены, чтобы хотя бы частично покрыть затраты на ее производство и транспортировку
Барьеры выхода с рыночной ниши	0 – отсутствуют серьезные барьеры, ликвидный выход; 1 – выход из отрасли затруднен в связи с чем участники рынка с низкой рентабельностью присутствуют в отрасли, ужесточая межотраслевую конкуренцию
Темпы роста рынка	0 – высокий и стабильный темп роста рынка; 1 – отсутствие либо очень низкий темп роста рынка; 2 – падение рынка

Источник: составлено автором по материалам Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

Также для целей расчета требуемой нормы доходности рекомендуется

использовать метод PEST-анализа, если есть необходимость включения в ставку дисконтирования политических и социальных факторов.

Присвоение баллов при расчете ставки дисконтирования на основе PEST-анализа происходит в разрезе экономических, политических, технологических и социальных факторов, которые отражают риски функционирования компании.

Чем сильнее выражен тот или иной риск, тем более высокий балл присваивается фактору. Баллы присваиваются участниками группы, сформированной для работы над сделкой, на основании метода экспертных оценок. Сумма итоговых баллов и является величиной процентной ставки. Более подробно группы факторов, рекомендуемых к анализу, представлены в таблице 6.

Однако цели анализа стоимости компании, бизнес-модель оцениваемой компании и уровень диверсификации производства каждой компании могут сильно различаться. Следовательно, представленные ниже факторы не являются исчерпывающими.

Таблица 6 – PEST-анализ: основные факторы

Группа факторов	Факторы	Балл
1	2	3
Политические факторы	Политическая ситуация как в целом в мире, так и в регионе функционирования оцениваемой компании	0-2
	Общий внешнеполитический курс в стране расположения юрисдикции компании, особенно в отношении правовой и экономической деятельности	0-2
	Степень влияния государства на отрасль в целом, направление такого влияния, а также гибкость налогового регулирования	0-2
	Как государство относится к иностранному капиталу, какие ограничения для притока иностранного капитала существуют в стране и каков характер этих ограничений	0-2
	Насколько активно государство поддерживает регионы. В которых функционирует оцениваемая компания	0-2
	Итого	0-10
Социальные факторы	Демографическая характеристика выбранного сегмента потребителей	0-2
	Уровень жизни и степень платежеспособности сегмента потребителей	0-2
	Конфессионные ценности и ограничения, оказывающие влияние на культуру потребления	0-2
	Итого	0-6

Продолжение таблицы 6

1	2	3
Экономические факторы	Уровень инфляции в текущем периоде и ее прогнозные значения	0-2
	Общий уровень процентных ставок	0-2
	Уровень доходов населения интересен с точки зрения оценки покупательной способности выбранного потребительского сегмента	0-2
	Степень насыщенности и емкость отраслевых рынков страны функционирования оцениваемой компании	0-2
	Характер и уровень конкуренции в оцениваемой отрасли	0-2
	Итого	0-10
Технологические факторы	Применяемые компанией новые технологии	0-2
	Степень развития патентного законодательного регулирования	0-2
	Расходы компании и ее конкурентов на R&D	0-2
	Итого	0-6
Ставка дисконтирования по сумме баллов всех факторов		0-32

Источник: составлено автором по материалам Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

Содержание PEST-анализа на современном этапе развития методологии стратегического анализа было дополнено группой правовых и экологических факторов. Таким образом, корректнее в данном случае говорить о PESTEL-анализе.

Однако в разработанной методике не выделяются отдельно последние два фактора на основании того, что правовые факторы, являясь выражением политического волеизъявления, входят в группу политических, а технологические факторы уже включают в себя риски, связанные с сохранением окружающей среды.

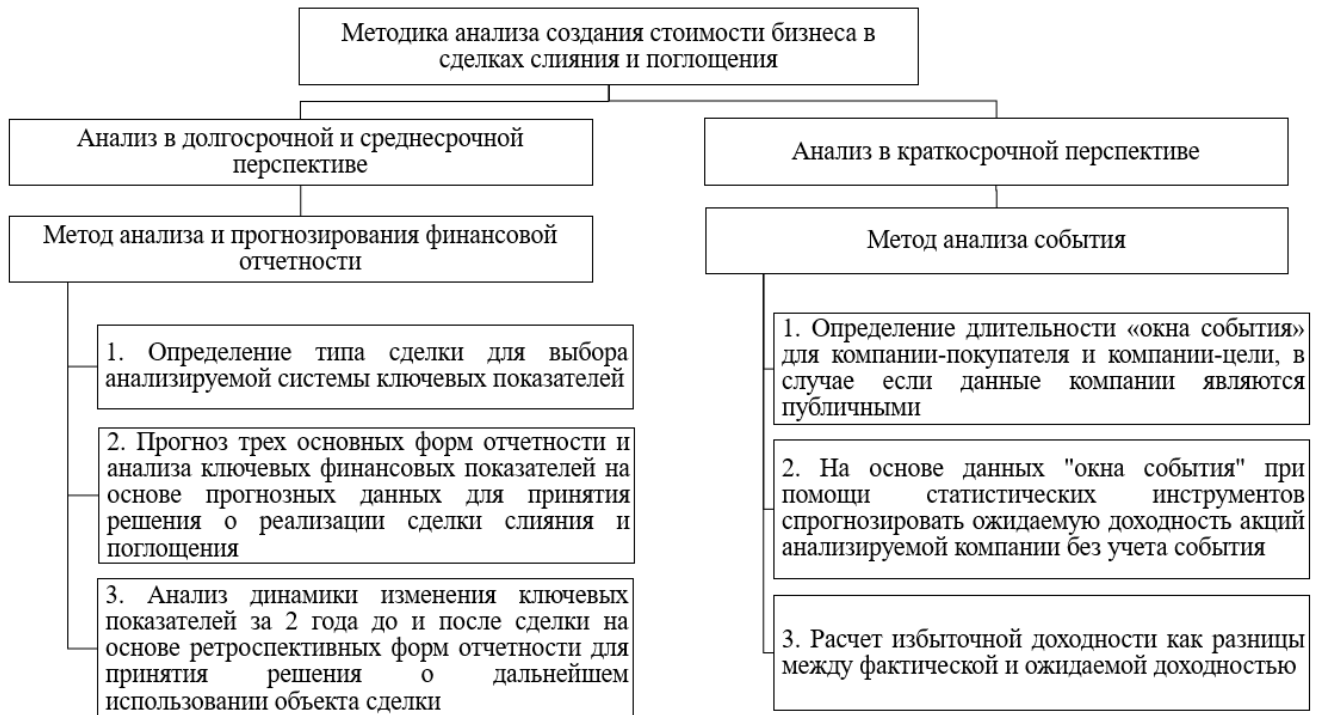
Более подробная детализация в рамках использования метода для обоснования ставки дисконтирования не является целесообразным, так как увеличивает количество входных данных в модели обоснования требуемой нормы доходности и повышает риск ошибок в расчетах.

**Предложена методика анализа создания стоимости для ключевых заинтересованных сторон сделки слияния и поглощения, основанная на методе анализа события в краткосрочном периоде и анализе и прогнозе финансовой отчетности в среднесрочном и долгосрочном периодах.**

Для всестороннего анализа процесса создания стоимости и повышения эффективности реализации сделок слияния и поглощения разработан комплексный

подход, основанный на симбиозе инструментов анализа изменения стоимости, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периодах как указано на рисунке 1.

В предложенной методике для анализа создания стоимости бизнеса в краткосрочном периоде предложен метод анализа события, основывающийся на синтезе статистического и экономического инструментария.



Источник: составлено автором материалов Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

Рисунок 1 – Методика анализа создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения

Для применения метода событий были отобраны и проанализированы крупнейшие мировые сделки в нефтегазовом секторе за период с 2020 г. по 2022 г. на основании следующих критериев:

- 1) как минимум одна из сторон сделки является публичной компанией с листингом на одной из мировых бирж;
- 2) компания не заключала новых сделок в течение всего окна наблюдения и окна события, чтобы исключить влияние новых сделок на изменение доходности акций.

В соответствии с заданными критериями выбраны 30 компаний-покупателей и семь компаний-целей. Окно наблюдений было взято длительностью 100 дней до

объявления сделки, окно события – 10 дней до и после момента события: [-10; +10].

На первом этапе сформирована выборка и определена модель рынка как линейная зависимость между доходностью рынка и доходностью ценной бумаги анализируемой компании, как показано в формуле (2)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_m, \quad (2)$$

где  $R_{it}$  – ожидаемая доходность ценной бумаги  $i$  – ой компании;

$\alpha_i$  и  $\beta_i$  - коэффициенты регрессии;

$R_m$  – доходность рынка.

Интервал наблюдения, на основании которого рассчитываются параметры регрессии, составляет 100 дней до нижней границы окна события. В качестве  $R_m$  использована доходность биржи (фондовый индекс), на которой торгуются ценные бумаги анализируемой компании.

На втором этапе при помощи регрессионного анализа по данным окна наблюдения рассчитываются ожидаемые рыночные доходности для каждого торгового дня окна события [-10; +10] по каждой компании в выборке. Данный шаг позволяет узнать, какая была бы рыночная доходность акции компании без объявления о сделке на основании исторических данных.

Далее необходимо рассчитать избыточную доходность за каждый торговый день на окне события для всех компаний как разницу между фактической и ожидаемой доходностью, как показано в формуле (3)

$$AR_{it} = R_i - R_r, \quad (3)$$

где  $AR_{it}$  – избыточная доходность;

$R_i$  – фактическая рыночная доходность;

$R_r$  – ожидаемая рыночная доходность.

В случае, когда  $AR_{it}$  число положительное, сделка создает доходность для инвестора, при значении избыточной доходности экономический эффект отсутствует, при значении  $AR_{it}$  меньше нуля приходится констатировать отрицательную создаваемую избыточную доходность для тактического инвестора.

На третьем этапе рассчитывается средняя ( $ARR_i$ ) и кумулятивная средняя избыточная доходность ( $CARR_i$ ).

Последним этапом идет проверка значимости полученных результатов.

По результатам исследования на базе данного метода сделан вывод о том, что более, чем в половине наблюдений созданы положительные избыточные доходности, что свидетельствует о том, что не всегда реализация сделки для продавца связана с убытками и потерей стоимости. Тем не менее, около половины сделок не создают дополнительную стоимость для ключевых стейкхолдеров на стороне покупателя, в то время как сторона продавца извлекает выгоду из сделки намного чаще, а именно, рынок более лояльно относится к продавцам, а не к покупателям. Подобные выводы также подтверждает анализ средних и кумулятивных средних избыточных доходностей, а также анализ статистической значимости результатов.

Значение  $t$  критического при 5% составляет 1,7011, а при 10% уровнях значимости 2,084, что свидетельствует о статистической значимости полученных результатов. На основании проведенного анализа можно сделать вывод о том, что сделки слияния и поглощения в отношении компании–покупателя часто негативно воспринимаются рынком.

Далее необходимо рассмотреть влияние сделки на компанию-цель на окне  $[-10; +10]$  по выборке компаний нефтегазового сектора. Результаты проведенного анализа показали, что сделки слияния и поглощения в большинстве случаев создают стоимость для акционеров компании-цели и положительно воспринимаются участниками рынка.

Значение  $t$  критического при 5% уровне значимости составляет 2,0452, а при 10% - 1,6991, что свидетельствует о статистической значимости полученных результатов и подтверждает гипотезу о позитивном восприятии для компании-продавца перспектив реализации сделки.

Суть подхода, основанного на анализе и прогнозировании финансовой отчетности, заключается в том, что значения выбранных показателей после сделки сравнивают с их значениями до реализации сделки. Таким образом, выявляется эффект сделки на деятельность компании. Предлагается реализация данного метода по следующему алгоритму:

1) построение прогнозной модели для анализа динамики денежных потоков и иных ключевых показателей эффективности операционной деятельности в результате реализации сделки;

2) динамический анализ маржинальности и основных показателей, формирующих финансовый результат компании;

3) анализ финансовой отчетности для фактического исследования изменения динамики основных финансовых показателей, создаваемых непосредственно самой деятельностью анализируемой компании.

### **III Заключение**

В результате проведенного исследования усовершенствован механизм анализа создания стоимости компании при реализации сделок слияния и поглощения. В частности предложена новая классификация сделок, основанная на стратегии использования объекта; раскрыта целесообразность выбора равновесной стоимости и уточнена ее дефиниция для обоснования предпосылок выбора факторов создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения; на основании разработанной классификации сделок слияния и поглощения расширена система показателей для анализа создания стоимости бизнеса; аналитически обоснована модификация классической модели кумулятивного построения ставки дисконтирования для определения требуемой нормы доходности на инвестированный капитал на основе методов стратегического анализа; предложена методика для анализа создания стоимости бизнеса в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном периодах для ключевых заинтересованных сторон сделки слияния и поглощения. Приведенные в исследовании подходы способствуют развитию методики анализа создания стоимости, повышают качество управления стоимостью и облегчают дальнейшую интеграцию приобретенного объекта в структуру существующего бизнеса.

Результаты проведенного исследования могут быть использованы как в научной деятельности для развития методологической базы, так и в практической деятельности менеджментом компаний, инвестиционными и финансовыми консультантами.

#### **IV Список работ, опубликованных по теме диссертации**

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

1. Темукуева, Ж.Х. Анализ подходов к пониманию природы стейкхолдерского подхода к формированию факторов создания стоимости компании в инвестиционных сделках / Ж.Х. Темукуева // Финансовый бизнес. 2022. – № 1. – С. 70-71. – ISSN 0869-8589.

2. Темукуева, Ж.Х. Методология экспресс-анализа финансового состояния компании-цели при реализации сделок по слиянию и поглощению на этапе скрининга и разработки стратегии сделки M&A / Ж.Х. Темукуева // Финансовый бизнес. – 2022. – № 5. – С. 144-146. – ISSN 0869-8589.

3. Темукуева, Ж.Х. Теоретические аспекты и проблемы выделения, анализа и прогнозирования основных драйверов создания стоимости страховых компаний как объектов инвестиционных сделок по слиянию и поглощению / Ж.Х. Темукуева // Финансовый бизнес. – 2022. – № 8. – С. 72-74. – ISSN 0869-8589.

4. Темукуева, Ж.Х. Природа факторов создания стоимости компании: анализ и проблемы / Ж.Х. Темукуева, Б.А. Шогенов // Экономический анализ: теория и практика. – 2022. – № 8. Том 21. – С. 1420-1435. – ISSN 2073-039X.

5. Темукуева, Ж.Х. Подходы к анализу эффективности сделок слияния и поглощения: преимущества и недостатки / Ж.Х. Темукуева // Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. – 2023. – № 2. – С. 285-287. – ISSN 2412-883X.

6. Темукуева, Ж.Х. Проблемы анализа равновесной стоимости в сделках слияния и поглощения / Ж.Х. Темукуева // Экономические науки. – 2023. – № 6 (223). – С. 195-200. – ISSN 2072-0858.

*Публикации в других научных изданиях*

7. Темукуева, Ж.Х. Преимущества и недостатки методов проведения анализа капитала предприятия / Ж.Х. Темукуева // Academy. – 2016. – № 8 (11). – С. 38-40. – ISSN 2412-8236.



8. Темукуева, Ж.Х. Инвестиционный форензик как инструмент обеспечения правомерности и безопасности процесса инвестирования при покупке бизнеса / Ж.Х. Темукуева // Финансовая Экономика. – 2019. – № 11 (часть 4). – С. 393-395. – ISSN 2075-7786

9. Темукуева, Ж.Х. Проблемы выбора мультипликаторов стоимости компании в рамках сравнительного анализа / Ж.Х. Темукуева // Инновации. Наука. Образование. – 2021. – № 29. – С. 1052-1056. – ISSN 2687-1068. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=45633590> (дата обращения: 05.04.2022).

10. Темукуева, Ж.Х. Применение метода анализа события при оценке сделок M&A в нефтегазовом секторе / Ж.Х. Темукуева // Перспективы современной науки и образования : материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием ; под редакцией А.А. Зарайского. – Саратов : Издательство ЦПМ «Академия Бизнеса», 2022. – С. 63-75. – 113 с. – ISBN 978-5-907385-93-1. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=50223301> (дата обращения: 13.02.2024).

11. Темукуева, Ж.Х. Теоретические аспекты анализа факторов создания инвестиционной стоимости компании в сделках по слиянию и поглощению / Ж.Х. Темукуева, Б.А. Шогенов // Наука, образование и бизнес: новый взгляд или стратегия интеграционного взаимодействия : сборник научных трудов по материалам II Международной научно-практической конференции : в 2 частях. Часть 1. – Нальчик : ФГБОУ ВО Кабардино Балкарский ГАУ, 2022. – С. 160-163. – 404 с. – ISBN 978-5-89125-197-7.

12. Темукуева, Ж.Х. Проблемы понимания эффекта синергии в сделках по слиянию и поглощению / Ж.Х. Темукуева, Б.А. Шогенов // Наука, образование и бизнес: новый взгляд или стратегия интеграционного взаимодействия : сборник научных трудов по материалам II Международной научно-практической конференции : в 2 частях. Часть 1. – Нальчик : ФГБОУ ВО Кабардино-Балкарский ГАУ, 2022. – С. 157-160. – 404 с. – ISBN 978-5-89125-197-7.