

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

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Толмачев Михаил Николаевич,
доктор экономических наук, доцент

Москва - 2024

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические аспекты анализа создания стоимости компании при реализации сделок слияния и поглощения.....	12
1.1 Природа сделок слияния и поглощения: классификация, цели, стратегия реализации в долгосрочной и краткосрочной перспективе.....	12
1.2 Обзор рынка сделок слияний и поглощений за 2017–2022 гг.....	24
1.3 Обоснование выбора анализируемой стоимости бизнеса.....	39
Глава 2 Методические вопросы анализа создания стоимости компании в сделках слияния и поглощения.....	50
2.1 Проблемы и подходы к анализу создания стоимости бизнеса при реализации сделок слияния и поглощения.....	50
2.2 Подходы к анализу факторов создания стоимости бизнеса: преимущества и недостатки.....	83
2.3 Анализ создаваемой стоимости как критерия эффективности реализации сделок.....	101
Глава 3 Совершенствование механизмов анализа создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения на примере компаний нефтегазовой сферы.....	112
3.1 Результаты применения метода события при анализе влияния сделок слияния и поглощения на создаваемую для инвесторов стоимость на примере компаний нефтегазового сектора.....	112
3.2 Рекомендации по применению метода, основанного на исследовании финансовой отчетности для анализа создания равновесной стоимости компании в сделках слияния и поглощения на примере ПАО НК «Роснефть».....	117

Заключение.....	134
Список литературы.....	139
Приложение А Избыточные доходности компаний - покупателей на окне события.....	154

Введение

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. В частности, 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. К тому же, большинство научных исследований основаны на разных данных и временных периодах, что ведет к противоречивости полученных результатов несмотря на использование аналогичных методов анализа.

В связи с этим 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 ученых 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. Лукасевича, П.А. Кукушкина, Дж. Перла, Н.С. Пласковой, Дж. Розенбаум, Н.П. Любушина, А.Н. Рассказовой, И.М. Партина и др.

Цель 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. В методологическую основу исследования положен синтез общенаучных методов: стратегического, финансового, статистического анализа, а также специальных методов экономического анализа.

Область исследования. Диссертация выполнена в соответствии с пунктами 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка эффективности деятельности экономических субъектов»; 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:

1) 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);

2) 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);

3) 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);

4) 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);

5) 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 «Экономика, 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 Департамента 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 Департамента корпоративных финансов компании ООО «ОКС ЛАБС» и способствуют увеличению эффективности реализации проектов.

Результаты исследования используются Департаментом бизнес-аналитики Факультета налогов, бизнес-анализа и аудита 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.

Глава 1

Теоретические аспекты анализа создания стоимости компании при реализации сделок слияния и поглощения

1.1 Природа сделок слияния и поглощения: классификация, цели, стратегия реализации в долгосрочной и краткосрочной перспективе

Слияния и поглощения как виды инвестиционной активности прочно закрепились в экономической деятельности [1]. Однако возникает вопрос, что же представляют из себя эти категории.

Фактически, на практике процесс слияния и поглощения включает в себя три составляющие: слияние, поглощение и приобретение. Данные понятия отличаются по своему смыслу:

1) при слиянии компаний несколько экономических субъектов объединяются в одно. Слияние может быть проведено как на равных условиях, так и на получении одной стороной контроля над активами другой компании. В результате слияния акционеры приобретаемой компании полностью сохраняют право на акции, но в рамках вновь созданной компании;

2) «приобретение - приобретение части или 100% пакета акций компании на свободном рынке либо путем направления предложения о покупке. При этом часто компания, направляющая предложение о покупке, обладает более высоким экономическим потенциалом;

3) при поглощении одна компания устанавливает 100% контроль над целевой компанией. Инструментом осуществления такого контроля является приобретение более, чем 30% уставного капитала компании-цели. При сделках по поглощению компаний, в отличие от сделок по слиянию, акционеры поглощаемой компании теряют свои права на долю в капитале вновь организованной компании» [30].

Также, помимо объединения компаний, деятельность на рынке слияний и поглощений также включает в себя процесс дивестиования: продажа части

активов компании без образования нового хозяйствующего субъекта.

Чаще всего причиной данного вида активности является неэффективность руководства, отсутствие перспектив роста и др.

Однако возникают ситуации, когда компания продает часть прибыльных активов и производств [64].

В частности, такая ситуация имеет место быть при необходимости погашения крупных сумм кредитов, потребности в средствах для выкупа собственных акций. Одним из основных критериев эффективности при аналитическом обосновании добровольных реорганизаций хозяйствующих субъектов является рост благосостояния акционеров.

Сделки M&A подразделяются на несколько типов в зависимости от оснований классификации: классификация в зависимости от характера интеграции, классификация по географическому принципу [27; 28].

Также выделяется классификация сделок слияния и поглощения, основанная на зависимости от интересов участников, стоимости и размера сделок, результата сделок и национальной составляющей [44].

На рисунке 1 представлена классификация сделок слияний и поглощений в зависимости от вышеперечисленных оснований классификации.

Горизонтальные сделки – объединение компаний с аналогичным видом деятельности [27], для достижения конкурентных преимуществ по сравнению с прочими игроками на данном конкретном сегменте рынка за счет экономии от масштаба производства и от наращивания капитала [30].

Вертикальные сделки представляют собой объединения компаний с отличным друг от друга видом деятельности [28] для повышения технологической экономичности производства и улучшение обмена информацией в пределах объединенной компании, что позволяет значительно снизить совокупные затраты на производство конечной продукции [30].

Родовая интеграция – интеграция компаний со схожими бизнес-моделями [48].



Источник: составлено автором по материалам [27; 28].
Рисунок 1 - Классификация сделок слияния и поглощения

При конгломератной интеграции происходит слияние компаний из различных отраслей с разными географическими характеристиками. Основная цель конгломератной интеграции состоит в диверсификации рисков инвестирования. Основным механизмом данного типа интеграции является создание инвестиционного портфеля.

Конгломератная интеграция – это такое объединение, в котором участвуют, как правило, несколько компаний из различных отраслей или географических регионов с целью диверсификации бизнеса за счет портфельных инвестиций.

Эффект портфеля заключается в уменьшении изменчивости доходов в результате объединения слабо коррелирующих источников дохода [8]. Выгода может возникать в результате того, что покупатели находят недооцененные активы и скупают их по рыночной или чуть более высокой цене, но дешевле, чем они стоят на самом деле [16]. Кроме того, источником выгоды может быть повышение кредитоспособности и – при прочих равных условиях – снижение стоимости капитала.

В такой ситуации кредиторы расширяют пределы заимствований,

следовательно, кредитоспособность объединенной компании возрастает [4]. Как видно из таблицы 1, выделяют несколько типов конгломератной интеграции.

Таблица 1 – Типы конгломератной интеграции

Тип конгломератной интеграции	Определение
Слияние для расширения спектра продуктов	Объединение компаний, производящих различную продукцию, обладающую схожими характеристиками, и способных расширить ассортимент выпускаемой продукции, тем самым значительно повысив конкурентные преимущества вновь образованной структуры
Слияние для географического расширения	Объединение компаний, осуществляющих свою деятельность в различных регионах, которое позволяет значительно снизить уровень риска через географическую диверсификацию и расширить свое присутствие, тем самым создавая для объединенной компании дополнительный спрос на различных географических сегментах рынка
Собственно конгломератное слияние	Объединение компаний из совершенно несвязанных и неродственных сфер производства и услуг, позволяющее сохранять стабильность и устойчивость объединенной компании за счет диверсификации рисков различных отраслей

Источник: составлено автором по материалам [27; 28].

Реорганизация – соединяются компании с разными направлениями деятельности [36].

В зависимости от интересов участников процесса можно выделить две основные группы поглощения:

Дружественные – происходят по согласию акционеров и управленцев поглощаемой компании [29];

Наиболее важной является классификация сделок по слиянию и поглощению в зависимости от результата сделки так, как результат сделки во многом определяет стратегию реализации сделки, а также стратегию последующей интеграции.

На основе ожидаемого результата сделки на этапе скрининга потенциальных компаний-целей и на этапе дальнейшего структурирования

сделки разрабатываются инструменты ее реализации.

Данный тип классификации представлен в таблице 2.

Таблица 2 - Типы сделок в зависимости от результата реализации сделки

Тип слияния	Определение
Слияние форм	Объединение, в результате которого ранее самостоятельные компании прекращают существование, а вновь созданное юридическое лицо наделяется всеми активами, правами и обязанностями предыдущих
Слияние активов	Объединение, для которого характерна передача компаниями исключительных прав новому юридическому лицу, в то время как сами они продолжают свою деятельность
Присоединение	Слияние компаний без образования новой экономической единицы. В этом случае одна из компаний продолжает свою деятельность, а другие ликвидируются. Их права передаются оставшейся компании

Источник: составлено автором по материалам [27; 28].

Классификация сделок в зависимости от национального компонента является важной с точки зрения анализа тенденций на рынке M&A и оценки степени глобализации экономики. Внутренние инвестиционные сделки реализуются в рамках одной страны. При экспортных и импортных сделках осуществляется полная либо частичная передача прав иностранным физическим и юридическим лицам или получение прав на имущество (либо его часть) компании иностранного государства [48].

Сделки по слиянию и поглощению также различаются в зависимости от размера сделки и ее цены. Сделки со стоимостью более 1 млрд долл. США относят к мегасделкам. «Крупными считаются сделки со стоимостью от 500 млн до 1 млрд долл. США. При цене приобретения прав на имущество до 100 млн долл. США сделки считаются средними» [30]. Цена приобретения прав собственности при малых сделках находится в диапазоне от 1 до 50 млн долл. США, а сделки со стоимостью менее 1 млн долл. США относятся к мини-сделкам [27]. Указанные основания классификации являются интересными с точки зрения понимания направления интеграции, целей менеджмента и др. Однако они не отвечают на главный вопрос: что делать после реализации сделки и подписания соглашения.

В связи с этим предложена классификацию, подходящую для выработки

стратегии дальнейшего использования объекта приобретения:

- 1) институциональные сделки;
- 2) интеграционные сделки;
- 3) диверсификационные сделки.

Такая классификация является наиболее подходящей для выработки мер повышения эффективности сделок так, как подразумевается, что подобная классификация создает хорошую базу для понимания направлений использования приобретенного объекта сделки.

В частности, институциональные сделки осуществляются финансовыми и кредитными институтами. Чаще всего, в данном случае покупателями являются банки и инвестиционные фонды. Основная цель данных субъектов сделки не достижение долгосрочной эффективности от владения объектом, а создание стоимости для дальнейшей продажи с большей рыночной премией. Например, инвестиционный фонд приобретает компанию с финансовым состоянием хуже удовлетворительного и проводит меры по финансовому оздоровлению компании, после чего продает ее по более высокой стоимости, создавая себе доходность. Либо доводит до выхода на фондовый рынок. Для целевой компании такая стратегия также является выгодной так, как участие в уставном капитале компании инвестиционных фондов повышает ее привлекательность для потенциальных инвесторов. Следовательно, при данном типе интеграции анализ объекта сделки имеет свою специфику. В первую очередь, необходимо провести анализ неиспользованных резервов и потенциала роста индустрии, в которой функционирует компания, перед реализацией сделки.

При структурировании институциональной сделки, в большинстве случаев, потенциальный инвестор разрабатывает также стратегию выхода из инвестиции по достижению первоначальных целей, а не стратегию долгосрочного использования объекта сделки.

Иная ситуация складывается при реализации сделки интеграционного типа, при реализации которой потенциальный покупатель еще на этапе

скрининга должен ориентироваться на возможности будущей интеграции приобретенной компании в контур своего бизнеса. При сделках данного типа происходит, преимущественно, приобретение операционного бизнеса целевой компании, а не доли в ее уставном капитале. Стороны сделки в данном случае рассчитывают на долгосрочные последствия интеграции.

При осуществлении аналитического сопровождения данного типа сделки следует ориентироваться на текущее и прогнозное финансовое состояние, операционную эффективность в текущем и прогнозном периодах, а также на рентабельность вложенных средств и потенциала роста экономической добавленной стоимости. К тому же, необходимо принимать во внимание степень адаптивности бизнес-процессов компании-цели и компании-покупателя [50].

Данный тип сделки можно разложить на еще два подтипа:

– горизонтальная интеграционная сделка – покупатель и компания – цель принадлежат к одной индустрии. При данном типе интеграции эффективнее приобретать компании с неиспользованным потенциалом роста или обеспечивающие выход на новый рынок, но со слабым управленческим аппаратом так, как при данном типе сделки покупатель опирается на свою команду, то могут возникать внутрифирменные конфликты;

– вертикальная интеграционная сделка – является эффективной при сильной управленческой команде целевой компании так, как покупатель входит в новую индустрию, в которой менеджмент его компании не имеет опыта успешного функционирования для достижения планируемой эффективности.

Что касается диверсификационных сделок, то при их реализации целевая компания приобретается не столько для получения долгосрочных выгод, сколько для хеджирования предпринимательских рисков. Данный тип сделок осуществляется как путем приобретения доли в капитале целевой компании, так и за счет приобретения ее операционного бизнеса. При осуществлении аналитического обеспечения подобного рода сделок, в первую

очередь, наряду с иными процедурами, важно оценить текущее финансовое состояние в контексте внешней и внутренней среды: уровень рентабельности, степень финансовой устойчивости и ликвидности компании, отсутствие административных барьеров для выхода с рынка, риски и доходность капитала компания-цель (в случае, если компания – цель является публичной).

Для увеличения активности на рынке слияний и поглощений необходима конкурентная среда, которая является своеобразным «драйвером» роста интереса компаний и частных инвесторов к совершению инвестиционных сделок. Изменение конъюнктуры рынка, развитие процессов глобализации и диверсификации по отдельным рыночным сегментам, так и по рынку в целом, технический и технологический прогресс, ведущий к изменению стоимости активов - все это вместе дало импульс росту сделок по слиянию и поглощению, а также изменению характера таких сделок. Если проанализировать периода роста мирового рынка слияний и поглощений, то можно заметить, что пиковых значений данный рынок, начиная с 1980-х гг. достигал именно в периоды крупных структурных рыночных изменений, кризисов и технологических революций, когда происходили крупные структурные изменения в экономике.

Существует несколько целевых установок, характеризующих, в той или иной комбинации, экономическую целесообразность проведения сделок слияния и поглощения: операционные, финансовые, инвестиционные, стратегические и другие. Все они основаны на необходимости обеспечения интересов собственников. Однако в качестве основной причины осуществления интеграционных процессов выступает стремление компаний получить синергетический эффект: интегрированный бизнес создает большую ценность для акционеров, нежели каждое из его подразделений по отдельности [69].

Таким образом, можно констатировать тот факт, что совершение сделок по слиянию и поглощению – инструмент компании для достижения определенных целей.

Цели компании при реализации сделок слияний и поглощений обширны и зависят как от объективных, так и субъективных факторов, и не всегда являются рациональными. Цели, преследуемые сторонами сделки, можно объединить в четыре большие группы: защитные, инвестиционные, информационные и протекционистские цели [8].

К категории защитных целей, как видно в таблице 3, в первую очередь, можно отнести усиление рыночных позиций компании и победа в конкурентной борьбе.

Таблица 3 - Защитные цели

Наименование цели	Описание
Усиление рыночных позиций компании	Совершая подобную сделку, компания надеется на усиление своей рыночной власти, увеличение масштабов деятельности компании и распространение своей рыночной власти не только на сферу экономики
Победа в конкурентной борьбе	Часто, при горизонтальных сделках, компания стремится поглотить своего конкурента путем покупки их активов. Делается это для захвата той доли рынка, которая ранее контролировалась компанией - конкурентом. Нередко возникают случаи, когда подобного рода сделки изначально были признаны низкодоходными, однако в данном случае получение прибыли – вторичная цель

Источник: составлено автором по материалам [13; 16].

Следующую группу целей компании при реализации сделок M&A можно охарактеризовать как инвестиционные цели, указанные в таблице 4.

Сделки, реализованные для достижения инвестиционных, составляют самую многочисленную категорию на российском и мировом рынке слияний и поглощений [49].

Таблица 4 - Инвестиционные цели

Наименование цели	Описание
1	2
Размещение свободных ресурсов	Размещение инвестиционных средств с данной целью имеет как положительные, так и отрицательные стороны: менеджмент компании часто генерирует значительные денежные потоки, но не имеет перспективных и выгодных инвестиционных проектов. В данной ситуации наиболее логичным решением является выплата дивидендов. Однако некоторые компании предпочитают не выплачивать дивиденды, а финансировать при помощи денежных потоков сделки по слиянию

Продолжение таблицы 4

1	2
Участие в бизнесе, приносящем прибыль	Приобретая компанию, покупатель намерен войти на прибыльный и эффективный рынок либо надеется на участие в распределении прибыли в случае приобретения части активов компании – цели
Приобретение прибыльных, но недооцененных активов	Как известно, рынок не всегда верно оценивает компанию. Следовательно, активы недооцененных компаний зачастую стоят дешевле, чем активы компаний, высоко оцененных рынков. Приобретая недооцененные компании, покупатель надеется, что сможет после покупки увеличить рыночную цену таких активов при незначительных первоначальных инвестициях. Данная точка зрения не лишена смысла, однако нет гарантии, что покупатель сможет извлечь из недооцененного актива необходимые экономические выгоды
Приобретение активов или целых компаний как мера антициклического регулирования	Компания приобретает активы, отличающиеся меньшим риском, чтобы разбавить свой высокорисковый портфель

Источник: составлено автором по материалам [13; 16].

Компания также может преследовать информационные цели при совершении инвестиционной сделки: получение информации о сегменте потребителей продукции. Данный мотив может быть хорошо проиллюстрирован следующим примером: фармацевтическая компания, занимающаяся оптовыми продажами, решает приобрести сеть аптек для изучения потребительского спроса. Также подобную цель может преследовать любая производственная компания. Однако подобная цель реализации инвестиционных сделок встречается не так часто: данный способ получения информации о потребительском спросе является чрезмерно затратным. Следовательно, большинство компаний не станут реализовывать сделку, если, помимо получения информации, она не принесет дополнительные выгоды.

Кроме того, компания может преследовать протекционистские цели.

В случае успешного совершения и последующей интеграции, сделки по слиянию и поглощению позволяют экономическому субъекту завладеть большей долей рынка, увеличить свою рыночную власть.

Все это дает компании возможность устанавливать более высокие

барьеры входа на рынок для потенциальных конкурентов. Реализовать данную цель компания может при помощи ряда механизмов, указанных в таблице 5.

Таблица 5 - Механизмы реализации протекционистских целей

Наименование	Описание
Диверсификация деятельности	Помогает более эффективно управлять рисками, стабильно вести свою деятельность и оптимизировать свои бизнес-процессы
Приобретение готовой компании как функционирующего бизнеса	Позволяет сократить период выхода на рынок и получить уже готовый сегмент рынка
Увеличение масштабов производства и доли на рынке	Позволяет снизить затраты компании и уровень цен, получая дополнительное конкурентное преимущество
Приобретение иностранной компании	Позволяет получить доступ на зарубежные рынки

Источник: составлено автором по материалам [13; 16].

И, наконец, самым распространенным мотивом слияний и поглощений является эффект синергии, основанной на возможности получить доступ к техническим и технологическим ресурсам компании-цели, а также к высококвалифицированному управленческому персоналу. Эффект синергии достигается путем реализации специальных механизмов:

- повышение операционной эффективности за счет ликвидации функций, дублирующих в поглощаемых компаниях; централизация маркетинговых функций и финансового менеджмента;

- синергия, основанная на вертикальной интеграции, представляет собой снижение издержек путем оптимизации управления и координации технологической цепочки, уменьшения рыночной стоимости экономических ресурсов в интегрированных производствах;

- комбинация комплементарных ресурсов при поглощении крупными компаниями более мелких;

- модернизация корпоративного управления с целью повышения его эффективности путем перераспределения ресурсов от менее эффективного менеджмента в пользу более эффективного [65].

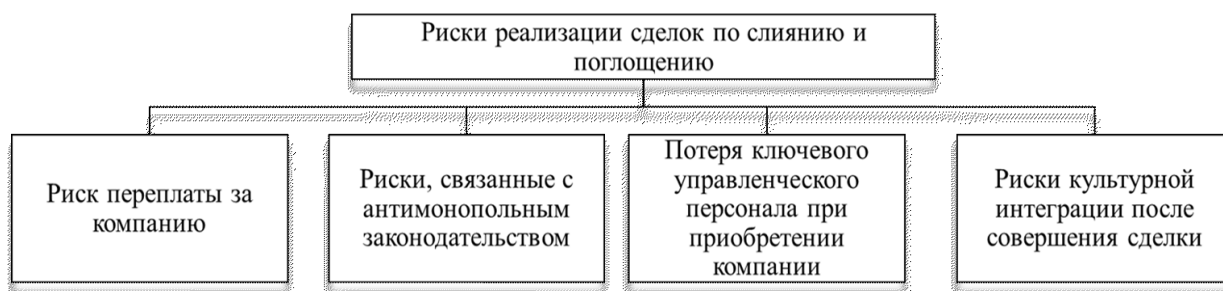
Помимо всего вышперечисленного, компания может также преследовать цель привлечения в компанию стратегического инвестора или

привлечение квалифицированного управленческого персонала в штат компании [11], повышение эффективности управления компанией, продажа части акций, иные личные интересы управляющего звена компании (данный мотив является самым сомнительным, с точки зрения эффективности и рациональности совершения сделки).

Стоит также отметить, что механизм и форма сделки сильно зависят от мотивов ее совершения. В зависимости от целей и формы сделки различаются механизмы ее реализации:

- компания принимает себе на баланс все активы и обязательства другой компании-цели;
- при объединении компаний создается новое юридическое лицо, которое принимает себе на баланс все активы и обязательства объединяемых компаний [61];
- экономический субъект покупает акции поглощаемой компании либо происходит обмен акциями на взаимной основе;
- поглощающая компания приобретает контрольный пакет акций компания-цель путем выкупа из у сотрудников данной компании;
- приобретение долгов компании-цели с последующим ее банкротством и выкупом активов.

Независимо от механизмов реализации сделок слияния и поглощения возникает ряд рисков, которые должны быть учтены при структуризации сделок. Виды инвестиционных рисков представлены на рисунке 2.



Источник: составлено автором по материалам [69].

Рисунок 2 - Риски реализации сделок M&A

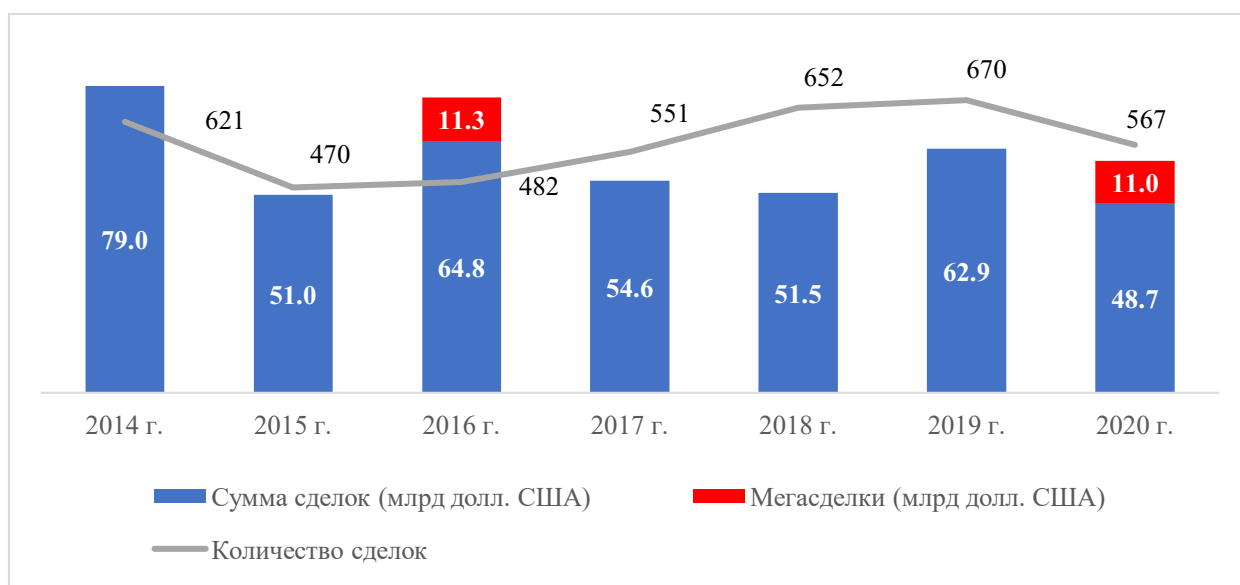
Управление данными рисками оказывает немаловажное влияние на процесс создания стоимости в инвестиционных сделках и непосредственно влияет на конечную эффективность сделки слияния и поглощения.

1.2 Обзор рынка сделок слияний и поглощений за 2017–2022 гг.

Несмотря на тот факт, что в 2017 году наблюдается увеличение инвестиционной активности на мировом рынке M&A и рост количества сделок на 13%, все же очевиден тот факт, что значительно уменьшилась сумма сделок в денежном выражении за счет уменьшения инвестиционной активности в нефтегазовом секторе.

Кроме того, по сравнению с 2016 годом, в 2017 году полностью отсутствуют мега сделки.

Как видно из рисунка 3, наибольшая инвестиционная активность в 2017-2018 гг. отмечена в потребительском секторе, недвижимость и строительство, сельское хозяйство, в сфере инноваций и технологий, на рынке телекоммуникаций, а также в металлургической и горнодобывающей промышленности.



Источник: составлено автором по материалам [89].

Рисунок 3 - Российский рынок слияний и поглощений в 2014–2020 гг.

Меньше всего сделок было зафиксировано в сфере банковских услуг и

страхования. В 2018 году не было реализовано ни одной сделки M&A в химической промышленности.

Как видно из рисунка 4, динамика суммы сделок за 2017–2018 гг. не в полной мере коррелирует с количеством сделок.

Так, за указанный период в группу отраслей, в которых реализовывались инвестиционные сделки, входит нефтегазовый сектор.



Источник: составлено автором материалов [89].

Рисунок 4 - Количество сделок по отраслям в России в 2017-2018 гг.

В то же время, как видно из рисунка 5, в 2018 году нефтегазовый сектор находится на первом месте по сумме сделок и на третьем месте в 2017 году.

В целом, заметна тенденция на уменьшение суммы сделки, за исключением нефтегазового и потребительского сектора при одновременном увеличении количества сделок.

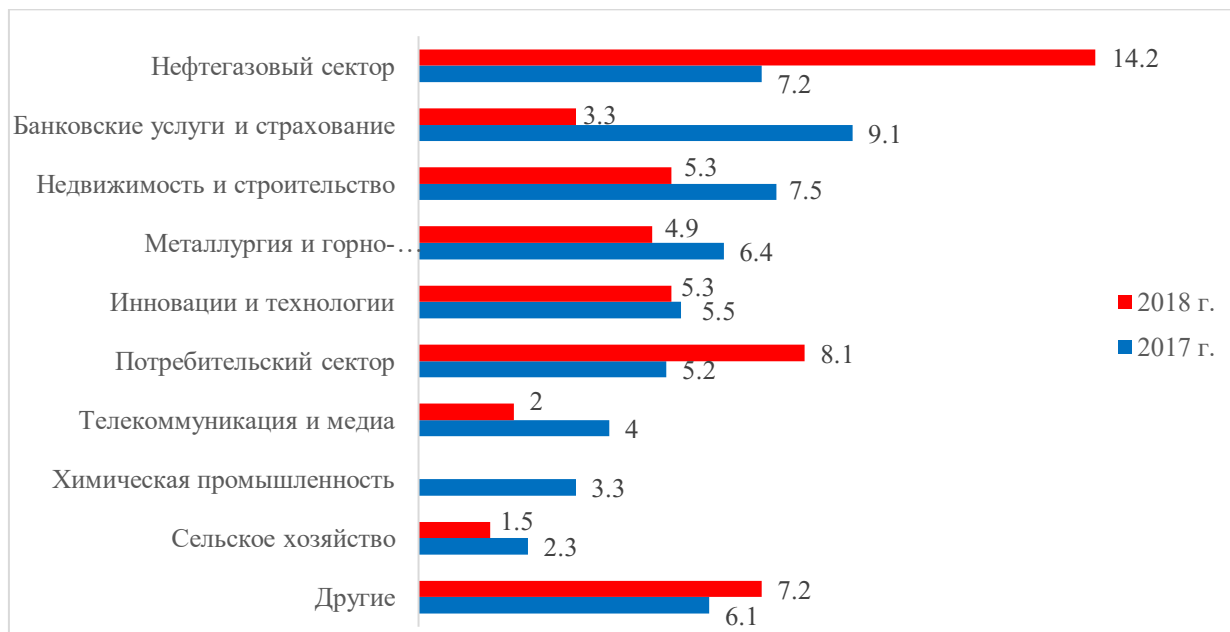
2017 год стал периодом оживления на рынке слияний и поглощений.

После периода ухода из России в 2016 году крупнейших стратегических западных инвесторов, в 2017 году снова наступил пик их инвестиционной активности, который привел к притоку в российскую экономику более 1,9 млрд долл. США.

Одной из самых крупных сделок с участием иностранного капитала

стала сделка по приобретению компанией Schlumberger доли в компании Eurasia Drilling Company, которая была равна 51%.

Сумма сделок по приобретению российских активов европейскими инвесторами выросла более чем вдвое — с 1,4 млрд долл. США в 2016 г. до 3,3 млрд долл. США в 2017 г. [30].



Источник: составлено автором материалов [89].

Рисунок 5 - Сумма сделок по отраслям в России в 2017–2018 гг., в миллиардах долларов США

Взятый Правительством курс на геополитическую диверсификацию, способствует привлечению большего количества иностранных инвесторов в Россию. Количество сделок с участием иностранного капитала увеличилось в 2017 году в два раза, а также увеличился и объем таких сделок в денежном выражении [30]. Большею частью объем иностранного капитала увеличился за счет стран Азии. Приходящаяся на них доля инвестиций составила более 47%. Общая сумма средств, вложенных иностранными инвесторами в российские активы, составила 22,5 млрд долл. США [89].

Со стороны инвесторов данные меры, направленные на реализацию новой стратегии развития промышленности, которая направлена на диверсификацию и расширение отраслей национальной экономики в области экспорта, также были позитивно восприняты. Данная программа локализации, наряду с увеличением степени конкурентоспособности экономики, дала

импульс к росту интереса инвесторов к гораздо большему количеству отраслей, нежели в прошлые годы.

Немалая роль в привлечении иностранного капитала принадлежала восстановлению экономической стабильности. Выход экономики из стадии рецессии стал своеобразным «триггером» роста заинтересованности потенциальных инвесторов из Европы и Северной Америки.

К тому же усиление санкционного давления, с одной стороны, усилила опасения инвесторов относительно эффективности вложений в российскую экономику. С другой стороны, ряд отраслей получил импульс для собственного развития и увеличения производственных мощностей, что повысило их привлекательность в глазах потенциальных инвесторов.

Наибольшее положительное влияние от снижения курса рубля и введения ответных санкций со стороны России в 2017 г. испытал на себе аграрный сектор ввиду запрета импорта ряда продуктов питания из Европы и США, что обусловило ключевую роль аграрного сектора в структуре национальной экономики.

К тому же в 2017 году вырос интерес инвесторов к инновациям и высоким технологиям.

В частности, в секторе инноваций и технологий был заключен ряд крупнейших сделок: слияние сервисов Yandex и Uber по онлайн-заказу поездок в России. Общая сумма сделки составила 3 800 млн долл. США [89].

Кроме того, в потребительском секторе была реализована одна из крупнейших в 2017 году сделок: компания LetterOne Group приобрела у The Nature's Bounty Co, 100% долю компании Holland & Barrett International. Сумма сделки составила 2 250 млн долл. США [89].

Банковский сектор, напротив, в 2017 году не продемонстрировал высокую инвестиционную активность ни по количеству, ни по сумме сделки. Наиболее заметной в данном секторе оказалась сделка по приобретению Центральным Банком 99,9% акций Банка «Финансовая корпорация «Открытие» 11 декабря 2017 года в рамках мер по предупреждению

банкротства. Сумма данной сделки составила 7 720 млн долл. США.

Высокий уровень инвестиционной активности продемонстрировал нефтегазовый сектор с позиции величины суммы сделки. К примеру, велись переговоры по приобретению CEFC China Energy Company Limited 14,2% акций НК «Роснефть» у Glencore, Катарский суверенный фонд. Сумма сделки должна была составить 9 254 млн долл. США. Однако, в связи с тем, что у CEFC China Energy Company Limited возникли проблемы с финансированием, заключение сделки было перенесено [89].

Также в нефтегазовом секторе была реализована еще одна крупная сделка. Компания OMV приобрела у компании Uniper SE 25% компании Южно - Русское газовое месторождение за 2 040 млн долл. США.

К тому же, можно выделить сделку, заключенную в сфере химической промышленности. Ее суть заключалась в том, что 14,3% капитала компании «СИБУР Холдинг» было выкуплено Леонидом Михельсоном у акционера Кирилла Шамалова на сумму 1 910 млн долл. США [88].

Еще одной крупной сделкой являлось приобретение у частных акционеров 51% компании Eurasia Drilling Company Limited на сумму 1 900 млн долл. США компанией Schlumberger.

Крупная сделка была заключена в 2017 году в сфере недвижимости и строительства. Компания Immofinanz продала компании Fort Group помещения торговых центров Торговые центры Immofinanz в Москве на сумму 1 051 млн долл. США [89].

В целом, по итогам года можно отметить, что 2017 г., несмотря на санкционное давление, внушал «осторожный оптимизм».

Для российского рынка M&A 2018 г. характеризовался резким увеличением инвестиционной активности в ряде секторов. Наибольшее увеличение количества сделок наблюдалось в секторе инноваций и высоких технологий. Согласно данным KPMG за 2018 год, количество сделок в данной индустрии достигло 113 сделок. Тем не менее, стоит заметить, что, наряду с увеличением количества сделок, сумма этих сделок уменьшилась в среднем с

\$5,5 млрд до \$5,3. Такая ситуация объясняется повышением интереса потенциальных инвесторов к инновационным и цифровым продуктам как объекту инвестирования. Причем данная тенденция носит долговременный и глобальный характер [89].

Главными факторами экономического роста в 2018 г. стали увеличение объемов добычи нефти и газа в связи с окончанием срока действия соглашения с ОПЕК и рост объемов потребления. Объем розничных продаж вырос на 2,6% по сравнению с предыдущим годом благодаря росту реальной заработной платы на 7,5% и реальных доходов на более, чем 1% [89].

Вместе с тем в том же 2018 г. на передний план вышли вопросы, которые повлияют на будущее развитие экономики и возможности для инвесторов, и ответы на которые пока не получены. В связи с этим 2018 г. также можно рассматривать как год, в течение которого инвесторы занимали выжидательную позицию, снизив темпы своей инвестиционной активности и отложив до лучших времен планы по расширению.

Ключевым фактором повышенной тревожности инвесторов в 2018 году стала невозможность точного прогноза формата и характера воздействия будущих санкций ввиду большого количества лиц, задействованных в принятии решения о применении новых санкций. Таким образом, можно констатировать, что Россия вполне успешно адаптировалась к введенным в 2014 г. секторальным санкциям. Они заставили правительство принять ряд серьезных мер, таких как девальвация национальной валюты и принятие бюджетного правила, что придало импульс росту показателей в некоторых секторах (сельское хозяйство и промышленное производство) и помогло стабилизировать экономику. Однако наблюдавшееся в 2018 г. обострение ситуации вызвало у инвесторов беспокойство и заставило многих из них отложить принятие решений об инвестициях и планы по расширению бизнеса. Таким образом можно сделать вывод, что в 2018 г. рост суммы сделок по сравнению с предыдущим годом зафиксирован только в двух ключевых секторах экономики: нефтегазовом и потребительском.

Наиболее существенное падение общей суммы сделок в абсолютном выражении – в секторе банковских услуг, металлургии и горнодобывающей промышленности и в секторе недвижимости. Нефтегазовая отрасль, как видно из рисунка 4, являлась безусловным «лидером» с точки зрения суммы сделок. Несмотря на некоторые колебания цен на энергоносители, инвесторы продолжали видеть большой потенциал рынка нефти и газа и их производных. Часто, когда при сравнении объема сделок говорят и скромных показателях 2019 года по сравнению с 2018 годом, имеют в виду именно тот факт, что в 2018 году были реализованы крупные сделки, на фоне которых показатели 2019 года являются несопоставимыми по масштабам.

Вместе с тем, активность на рынке M&A в целом возросла, особенно в секторе инноваций и технологий, обозначив будущий вектор развития инвестиционной деятельности в России.

Стабилизация ситуации в российской экономике в течение последних двух лет способствовала росту иностранных инвестиций (в 2018 г. сумма таких сделок выросла на 23%), особенно из стран Европы и Ближнего Востока, на которые соответственно пришлось 42% и 35% объявленных в 2018 г. сделок по приобретению российских активов иностранными инвесторами на общую сумму 14 млрд долл. США [89].

Наибольший вклад в достижение этого показателя внесли две крупные сделки в нефтегазовом секторе (покупка Катарским суверенным фондом 9,18% акций НК «Роснефть» и покупка компанией Total SA 10% доли участия в проекте «Арктик СПГ-2»), однако в целом активность иностранных инвесторов в России в 2018 г. снизилась на 21% [89].

К наиболее крупным и известным сделкам за 2018 год можно отнести следующие:

1) сделка ПАО «Мегафон» по выкупу более 18% собственных акций у миноритарных акционеров. Цена сделки составила 1,124 млрд долларов США.

2) объединение компаний «Яндекс» с компанией «Uber» в части

логистики и доставки еды. Совместное предприятие должно было осуществлять свою деятельность в России и СНГ. Размер сделки составил 3,8 млрд долларов США.

3) покупка Сбербанком 50 % акций у «Яндекс», в частности доли в платформе электронной коммерции «Яндекс. Маркет». Стоимость сделки при оплате деньгами составила 509 млн долларов США [89].

Таким образом, можно отметить, что основным целевым рынком для большинства инвесторов в 2018 стал рынок технологий, что вызвано созданием и распространением стратегии цифровизации экономики в рамках Федеральных программ. Наиболее крупными игроками на данном рынке стали следующие компании: «Яндекс», «МТС», «Мегафон» и «Mail.Ru Group».

На основе вышеизложенной информации установлено, что сложный для всей мировой экономики год российский рынок M&A смог удержаться на уровне 2017 г. как по количеству, так и по совокупному объему сделок.

В 2019 году продолжается рост сделок по слиянию и поглощению на рынке инноваций и технологий. Несмотря на скромный рост количества сделок на российском рынке M&A в 2019 г. (3%), сумма сделок выросла на 21,5%, достигнув отметки в почти 63 млрд долл. США [89].

По большей части, факторами подобного роста стали крупные сделки, заключенные в нефтегазовом секторе. Такая ситуация говорит о том, что инвесторы по-прежнему заинтересованы в российском нефтегазовом секторе и видят в нем экономический потенциал.

К тому же, несмотря на замедление темпов экономического роста, в целом инвесторы не ожидают серьезных экономических колебаний в связи с тем, что российская экономика на данный момент уже смогла адаптироваться к санкционным ограничениям и колебаниям цен на нефть. Следовательно, она меньше на сегодняшний день зависит от иностранного долгового и долевого финансирования и способна в долгосрочной перспективе обеспечить высокую доходность имеющихся на рынке активов.

Стоит также отметить, что увеличение активности на рынке слияний и

поглощений затронуло не только сегмент внутренних сделок, где наблюдался рост суммы сделок на 19%, но увеличение на 49,5% суммы сделок по покупке иностранными компаниями российских активов [89].

Помимо этого, также можно отметить восстановление доверия частных иностранных инвесторов к российской экономике. У данной категории рыночных игроков растет уверенность в том, что они смогут успешно осуществлять свою деятельность в текущей экономической ситуации в условиях текущей конъюнктуры рынка. Такая тенденция находит свое отражение в увеличении количества портфельных инвестиций в рублевые активы с доходностью в 3%.

Стоит обратить внимание на то, по сравнению с 2018 годом, результаты 2019 года выглядят не столь впечатляющими так, как в 2018 году был завершен ряд крупных сделок, которые отсутствуют в 2019 году. В частности, статистика показывает не очень высокий рост вложений в основной капитал и инфраструктуру, который составил всего 1,6% по сравнению с предыдущим годом. В то же время рост инвестиций в промышленное производство увеличился на 2,7%. Данная ситуация может объясняться тем, что разработанные в 2018 году программы национальных проектов еще не дали ожидаемый результат и были приняты с некоторым скепсисом потенциальными инвесторами.

Однако, несмотря на замедление темпов роста позитив инвесторов рос, о чем свидетельствует увеличение индекса акции РТС на 45%, которое опередило все основные мировые биржевые индексы. Данная положительная динамика также распространилась на начало 2020 года благодаря уменьшению странового риска и увеличению дивидендной доходности основных российских акций.

Таким образом, отмечается, что инвесторы посчитали, что экономика России смогла адаптироваться к санкционному давлению и преодолела зависимость от цен на энергоресурсы, что увеличило спрос иностранного капитала на инвестиции в российскую экономику. В результате общая сумма

внутренних сделок по слиянию и приобретению возросла на 19% и достигла в денежном выражении суммы 40,1 млрд долл. США.

С точки зрения появления новых игроков, на рынке M&A существенных изменений не произошло. В лидеры рынка вышли ПАО «Сбербанк», ООО «Яндекс» и ООО «ИНТЕРНЕТ-ПОРТАЛ МЭЙЛ.РУ». Среди новых участников рынка M&A можно выделить «ИКС Холдинг» и ВТБ. Также, в рамках процедур по предотвращению банкротства коммерческих банков, неизменным участником рынка на протяжении нескольких лет является Центральный Банк Российской Федерации, сумма сделок с участием которого выросла более чем на 21% по сравнению с 2018 годом и достигла 63 млрд долларов США.

Помимо увеличения размера сделок, можно также еще отметить повышение активности иностранных участников. Так, приток иностранных инвестиций в российскую экономику составил 20,9 млрд долларов США за весь 2019 год.

Однако не только для рынка инноваций и технологий 2019 год был знаковым. Также увеличилось количество и размер сделок в нефтегазовом секторе (до 21,7 млрд долларов США), в сфере телекоммуникаций и потребительском секторе. Также растет число сделок в финансовом секторе. Несмотря на столь позитивную тенденцию и увеличение активности на российском рынке слияний и поглощений, по мнению большинства аналитиков, такая ситуация носит временный характер и может вскоре смениться относительной стагнацией. По сравнению с 2019 г., который для России был самым удачным с точки зрения инвестиционной активности с момента введения санкций, в 2020 г. количество сделок сократилось на 15% (до 567 сделок), а их общая стоимость снизилась на 5% (до 59,7 млрд долл. США). Подобная тенденция объясняется рядом причин: введение ограничений, вызванных COVID-19; снижение цен на нефть и иные энергоресурсы; угроза нового санкционного давления. Совокупность данных факторов вынудила инвесторов частично отказаться от активной

деятельности.

Общий климат на рынке M&A в 2020–2021 гг. складывается под воздействием ряда факторов:

- 1) инвесторы ожидали восстановления макроэкономической стабильности и рассчитывали на реализацию мер государственной поддержки;
- 2) развитие ситуации с коронавирусом, вакцинация и введение новых ограничительных мер;
- 3) усиление санкционного давления со стороны новой администрации Белого дома.

Основной тенденцией в 2020 году стало заключение сделок, вызванных условиями пандемии. В данную категорию относятся перепродажа непрофильных активов, консолидация рынка игроками, наименее пострадавшими от последствий пандемии, увеличение доли инвестиции в безрисковые проекты.

Также для рынка M&A в 2021 году характерен быстрый рост количества сделок в сфере цифровых и инновационных технологий, а также реализация ранее отложенных и приостановленных сделок. Кроме того, увеличивается спрос на оценку стоимости активов и продолжается рост инвестиционной активности на рынке IPO.

В справедливости данных высказываний можно убедиться самостоятельно на примере 2020 года.

В 2020 году количество сделок, по сравнению с 2019 годом снизилось на 15% (до пятисот шестидесяти семи сделок), а их объем - на 5% (до 59,7 млрд долларов США). Такая ситуация вызвана пандемией и последовавшими за ней ограничениями, а также обвалом цен на энергоносители. Все это в совокупности заставило инвесторов перейти в режим «сохранения капитала» и максимально воздержаться от рискованной инвестиционной деятельности. Особенно сильно в данной ситуации пострадал сектор жилой и коммерческой недвижимости, сфера транспорта и сфера рекреационных услуг.

Рынок инноваций и высоких технологий сохранил лидерские позиции по количеству совершенных сделок (их количество, по сравнению с 2019 годом, возросло с 90 до 98). По цене сделки в 2020 году лидируют нефтегазовая и металлургическая отрасли, достигнув суммы сделок 26,5 и 8,4 млрд долларов США соответственно.

Говоря о рынке инноваций, нельзя не отметить на рост рынка электронной коммерции на 50%, рынка услуг по доставке продуктов питания и готовой еды.

Также весьма ожидаемым оказался рост сферы торговли медикаментами удаленно. На данном рынке в 2020 году можно выделить покупку компаниями «СберМаркет» и «Р-Фарм» контрольную долю «Еаптека».

К тому же, впервые за длительный срок, увеличилась активность на рынке слияний сектора здравоохранения. Наиболее активными участниками таких сделок стали крупные медицинские клиники «Европейский медицинский центр» и «Семейный доктор». Наиболее крупной сделкой стала покупка Внешнеэкономическим Банком сети клиник «Доктор рядом», которая оказывала консультационные услуги, в том числе и с применением телемедицинских технологий».

Объем рынка M&A с порогом в 1 млн долл. США в апреле 2021 года снизился против аналогичного месяца прошлого года.

Суммарная стоимость сделок сократилась в 2,4 раза по сравнению с апрелем 2020 года, составив 2,12 млрд долл. США против 5,1 млрд долл. США годом ранее. Однако количество транзакций существенно возросло: в апреле 2021 года состоялось 66 сделок, а годом ранее - 37. Из-за падения курса рубля в рублевом выражении сумма сделок отчетного периода уменьшилась менее заметно - в 2,38 раза до 157,81 млрд руб. с 375,65 млрд руб. за апрель прошлого года.

Однако такое сокращение обусловлено заключенными в апреле 2020 года двумя миллиардными сделками - продажей Антоном Черепенниковым «ИКС холдинга» структурам Алишера Усманова оценочно

за 2,17 млрд долл. США, и приобретением компанией «А-Проперти» Альберта Авдоляна 100% Эльгинского угольного проекта у Мечела и Газпромбанка за 1,93 млрд долл. США, по данным аналитиков АК&М.

В апреле текущего года не зафиксировано ни одной сделки суммой выше 1 млрд долл. США. При этом стоимость сделок в целом выросла. Средняя стоимость сделки в годовом сравнении возросла на 12,6% до 32,1 млн долл. США с 28,6 млн долл. США годом ранее (без учета крупнейших сделок). Одной из самых активных отраслей в апреле стала финансовая, где началась консолидация активов негосударственных пенсионных фондов в рамках консорциума «Регион-Россиум».

Крупнейшая сделка отчетного периода состоялась именно в этой сфере - покупка группой компаний «Регион» крупного частного НПФ «Сафмар» у семьи Гучериевых оценочно за 360,6 млн долл. США.

По количеству сделок доминирующую роль в апреле продолжали играть активы в строительстве и девелопменте – 40,9% от общего числа сделок состоялись в этой отрасли. Ожидается также, что на строительном рынке будут укрепляться тенденции к продолжению консолидации активов благодаря устойчивому спросу на данную категорию услуг.

Кроме того, аналитики заметили рост количества обменов активами внутри холдингов, в том числе государственных, ради оптимизации работы предприятий, а также для получения налоговых льгот (например, в IT) - эти сделки также окажутся вне поля зрения статистики.

Первое место в рейтинге отраслей в первом квартале 2021 года заняли информационные технологии (IT, доля рынка — 36,5%).

В данной отрасли было реализовано тринадцать сделок на сумму 2,77 млрд долл. США, в 23,8 раза превысив результат аналогичного периода 2020 г. (116,1 млн долл. США).

Крупнейшей транзакцией этого квартала в отрасли стала январская покупка Citrix Systems компании - разработчика платформы для совместной работы Wrike у предыдущих владельцев — CEO и основателя Андрея Филева

и фонда Vista Equity Partners за 2,25 млрд долл. США.

Второе место в рейтинге отраслей за январь-март 2021 г. заняла металлургия с тремя сделками на 1,2 млрд долл. США, тогда как в первом квартале 2020 года в отрасли была зафиксирована всего одна сделка на сумму 24,6 млн долл.

Крупнейшей сделкой стала покупка «Трубной металлургической компанией» своего конкурента, группы ЧТПЗ. Стоимость сделки составила 1 112,3 млн долл. США.

На третье место по итогам первого квартала вышла торговля, где было реализовано одиннадцать сделок на сумму 1,01 млрд долл. США, при этом объемы по сравнению с прошлым годом возросли в 3,8 раза.

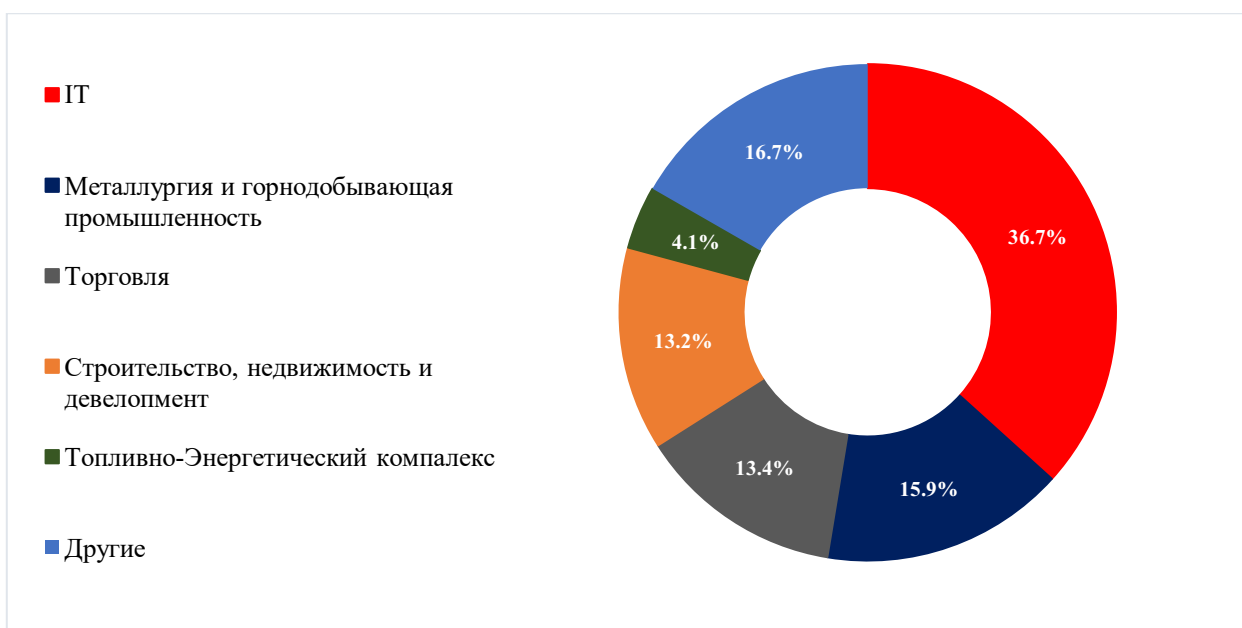
Крупнейшей сделкой стала начатая еще в марте 2019 года покупка фондом Михаила Фридмана LetterOne испанской сети супермаркетов Dia за 847,8 млн долл. США. Отметим, что эта сделка стала третьей по величине за период.

Четвертое место в рейтинге отраслей за первый квартал 2021 г. заняло строительство и девелопмент, где было реализовано пятьдесят девять сделок на общую сумму 996,2 млн долл. США, что на 34,2% ниже результата января-марта 2020 года. По числу транзакций отрасль занимает 44% рынка

На пятое место вышел ТЭК с долей рынка, где было реализовано две сделки на сумму 310 млн долл. США. Крупнейшей сделкой отчетного периода в данной отрасли стало приобретение компанией «Восток Ойл», который входит в НК «Роснефть», 100% буровой компании «ТаймырБурСервис» за 245 млн долл. США.

Стоит упомянуть, что в первом квартале 2021 года заметно сократилось количество сделок в таких ранее активных отраслях, как добыча полезных ископаемых и финансовые институты, но возросло число сделок в индустрии информационных технологий, как видно из рисунка 6.

Такая ситуация не является неожиданной. 2020 г. запомнился как период постоянного карантина и массовых ограничений.



Источник: составлено автором материалов [89].

Рисунок 6 - Удельный вес отраслей на российском рынке M&A в 1 квартале 2021 г. по сумме сделок, в миллионах рублей

В подобных условиях ускорилась цифровизация и информатизация всех сфер жизнедеятельности населения и всех отраслей национальной экономики. Неудивительно, что увеличившийся в течение 2020 г. интерес к данной индустрии, не угас и в 2021 г. в виду того, что данная сфера имеет огромный потенциал развития.

Таким образом, можно сказать, что после кризиса, вызванного пандемией, инфраструктура рынка находилась в кризисе, но можно заметить влияние позитивных тенденций с точки зрения увеличения инвестиционной активности.

Конечно, структура сделок после сильных системных и структурных сдвигов рыночной конъюнктуры не могла остаться прежней.

В первую очередь, хорошо заметно, что вырос интерес инвесторов к сфере информационных технологий и металлургии. Наименьшая инвестиционная активность была зафиксирована в топливно-энергетическом комплексе.

2022 г. стал тяжелым для российского рынка M&A и всей национальной экономики в целом в связи с проведением специальной военной операции (далее – СВО) и сопутствующими санкциями.

Тем не менее, резкого финансового краха, как прогнозировалось в начале СВО, не произошло. За первые 6 месяцев 2022 г. объем отечественного рынка M&A увеличился до 18,1 млрд долл. США за счет увеличения средней суммы сделки.

Подобная ситуация объясняется ростом сделок с иностранными активами, владельцы которых уходят с российского рынка и выходят из российского бизнеса.

Основной объем сделок в 2022 г. приходился на компании топливно-энергетического комплекса (13 сделок на сумму 3 023,5 млн долл. США), строительство и девелопмент (95 сделок на сумму 2 979,5 млн долл. США). Наибольший объем сделок, исходя из их суммы, приходился на спортивную индустрию, где было реализовано всего две сделки, но на рекордную сумму 3 233,6 млн долл. США.

1.3 Обоснование выбора анализируемой стоимости бизнеса

Говоря о стоимостном анализе, в первую очередь, подразумевается, рыночная цена объекта анализа так, как она, в отличие от номинальной, отражает реально свершившийся факт сделки, который и принесет заинтересованным сторонам ожидаемый экономический эффект [55].

В широком смысле, на практике, рыночная цена представляет собой результат компромисса и согласования цены покупателя и цены продавца. Особенно ярко такая закономерность проявляется в случаях, когда объектом инвестиционных сделок становится готовый функционирующий бизнес в виду масштабов объекта сделки.

Для решения данных проблем и осуществляется стоимостной анализ компании как первоначальный этап подготовки и проведения большинства инвестиционных сделок от купли или продажи бизнеса до выхода на IPO.

Наиболее полную и точную группировку видов финансовой активности, которая требует проведения стоимостного анализа, приводит Асват

Дамодаран в своей работе «Инвестиционная оценка». Это группировка создавалась, в первую очередь, для американского рынка, однако, в связи с развитием рыночной инфраструктуры, данная группировка справедлива и для России.

Итак, в соответствии с классификацией А. Дамодарана, выделяют следующие случаи, в которых проведение анализа необходимо [7]:

– стоимостной анализ при управлении портфелем активов. Здесь, как справедливо замечает автор, все зависит от тактики, которой придерживается инвестор. Так, к примеру, пассивные инвесторы не уделяют повышенного внимания анализу стоимости так, как величина их дивидендного дохода зависит преимущественно от иных факторов.

Активные инвесторы, напротив, извлекают выгоду путем совершения операций на финансовых рынках. Для данной категории инвесторов показатель стоимости бизнеса является первичным при выработке стратегии. Также необходимо отметить, что роль анализа значительно возрастает при фундаментальном исследовании финансовых рынков и становится почти незначительной при техническом анализе так, как стоимость компании в первом случае фактически базируется на ее рыночной капитализации;

– при покупке франшизы стоимостной анализ играет ключевую роль так, как инвесторы предпочитают приобретать недооцененный рынком бизнес и увеличить его стоимость путем внедрения эффективной системы корпоративного управления;

– при проведении анализа с целью приобретения. При принятии решения о приобретении готового функционирующего бизнеса вопросам стоимости необходимо уделить самое пристальное внимание. Потенциальный покупатель должен иметь определенное представление о справедливой рыночной стоимости объекта, прежде чем назначить свою цену и принять решение о совершении сделки.

Продавец бизнеса, в свою очередь, будет сопоставлять стоимость с предложенной покупателем ценой. Вместе с тем, как справедливо отмечает

А. Дамодаран, при определении справедливой цены следует также учесть потенциальный эффект синергии при приобретении компании и влияние на стоимость изменение системы корпоративного управления и изменение структуры капитала.

Эти факторы следует учитывать, в первую очередь, при недружественном поглощении и поглощении в стратегически целях;

– анализ для целей корпоративного управления и финансового менеджмента. Как известно, долгосрочной стратегической целью финансового менеджера является максимальное увеличение благосостояния собственников и акционеров путем увеличения рыночной стоимости компании. В данном случае, анализ стоимости бизнеса становится своеобразным «индикатором» эффективности принимаемых управленческих решений [35]. Однако, если исходить из современных реалий ведения бизнеса, то данный перечень стоит расширить. К примеру, стоимостной анализ также необходимо при реструктуризации и ликвидации бизнеса, получении банковских займов, осуществление IPO и др. [51].

Как следует из вышеизложенного, анализ стоимости бизнеса – необходимый и сложный этап совершения инвестиционной сделки [51]. Но возникает вопрос, что же собой представляет процесс анализа стоимости.

Достаточно полное и емкое определение данному процессу дают такие известные отечественные специалисты, как А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров.

По их мнению, анализ стоимости бизнеса, в широком понимании, представляет собой:

– «расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату;

– целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени и в условия конкретного рынка» [6].

Представляется, что второе утверждение наиболее полно отражает природу и назначение процесса оценки. В нем объединены такие базовые и

неотъемлемые принципы и характеристики финансовой деятельности, как целеполагание, упорядоченность деятельности, учет влияние факторов, временная определенность и учет специфики рынка при осуществлении той или иной финансовой операции.

Цель проведения анализа напрямую определяет вид рассчитываемой стоимости так как от желаемого инвестором экономического эффекта и типа сделки будет зависеть и вид определяемой стоимости. Также данное определение указывает на то, что при проведении оценки следует учитывать специфику рынка на данный временной период. Аналитик должен учитывать конъюнктуру рынка, уровень конкуренции, внешнюю и внутреннюю среду оцениваемой компании, рыночные риски, а также, в обязательном порядке, корректировать полученную стоимость в соответствии с фазой жизненного цикла, как самой компании, так и всей отрасли [4].

Критериями классификации видов стоимости являются степень рыночности, методология анализа, тип компании-аналога, перспективы развития [54].

В соответствии с критерием степени рыночности, выделяют рыночную и нормативную стоимость.

Рыночная стоимость - стоимость, за которую может быть осуществлен переход имущества от одного владельца к другому на дату анализа в результате коммерческой сделки, осуществляемой между продавцами и покупателями данного имущества на добровольной основе после осуществления маркетинговых мероприятий [6]. Эта цена рассматривают как наиболее вероятная при осуществлении сделки между заинтересованными сторонами.

В некоторых случаях рыночная стоимость также может принимать отрицательные значения. Определение рыночной стоимости упоминается не только в Международных стандартах оценки и стандартах финансовой отчетности, но и в отечественном законодательстве. Так, Федеральные стандарты оценки определяют рыночную стоимость как наиболее вероятную

цену, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства [37].

Несмотря на то, что в практике стоимостного анализа в большинстве случаев необходимо определить именно рыночную стоимость, не всегда есть подобная возможность. Особенно такая ситуация актуальна для российских компаний ввиду закрытости большей части информации, слабо развитого фондового рынка и недостаточной степени открытости рынка. В связи с этим часто предлагается определять частичную рыночную стоимость – стоимость имущества, продажа которого на открытом рынке либо чрезвычайно затруднена, либо связана с большими затратами, чем продажа данного имущества в условия свободного рынка [13];

Нормативная стоимость – стоимость объекта, которая рассчитывается на основе специально разработанных метрик и нормативных значений, утверждаемых компетентными статистическими органами [20]. Данная стоимость практически никогда не совпадает с рыночной оценкой. Ее определение требуется лишь в очень редких случаях. Нормативная стоимость рассматривается как подвид и частный случай частичной рыночной стоимости.

В зависимости от методов и целей анализа стоимости выделяют следующую классификацию:

- стоимость замещения представляет собой тот объем затрат на создание объекта, выступающего аналогом оцениваемого имущества, в пересчете на рыночные цены на дату анализа с учетом морального и физического износа [29];

- стоимость воспроизводства можно определить так же, как и стоимость замещения с поправкой на тот факт, что в предыдущем случае подразумевался аналог, обладающий похожими характеристиками [14]. В данном случае речь идет о воспроизводстве точной копии, полностью идентичной объекту оценки

по всем параметрам и технико-экономическим характеристикам. В отличие от стоимости замещения, стоимость воспроизводства наиболее точно характеризует актуальную и современную стоимость объекта [87]. Однако, рассчитать ее бывает непросто так, как имеются трудности в подборе необходимого количества аналогов, обладающих точной идентичностью.

В зависимости от состояния и предполагаемого использования объекта после проведения анализа, выделяют следующие виды стоимости:

– стоимость при существующем использовании подразумевает неизменность условий и целей использования объекта [45]. Основным допущением является сохранение неизменной среды функционирования данного объекта и его организационно-правовой формы;

– ликвидационная стоимость – стоимость объекта оценки в случае его досрочного и обязательного отчуждения, в большинстве случаев по причине чрезвычайных внешних обстоятельств [73].

В зависимости от целей анализа можно выделить:

– инвестиционную стоимость – стоимость, в основе которой лежит степень доходности объекта оценки для конкретного инвестора [6], заранее определившего для себя цели инвестирования. По своей природе инвестиционная стоимость близка к рыночной, но, тем не менее, между ними существуют определенные различия. Инвестиционная стоимость тесно связана с инвестиционным проектом и носит более конкретный характер, нежели рыночная стоимость. Рыночная стоимость определяется мотивами типичного продавца и покупателя. Инвестиционная стоимость, напротив, базируется на индивидуальных предпочтениях инвестора, требуемом уровне доходности и поведенческом аспекте инвестирования [68]. Инвестиционная стоимость не всегда совпадает с рыночной оценкой;

– стоимость для целей налогообложения – стоимость, рассчитываемая для определения налоговой базы на основании специализированных нормативно - правовых актов. Сюда также относят и инвентаризационную стоимость [29]. Стоимость для целей налогообложения имеет одну важную

особенность: это единственный вид стоимости, который всегда равен рыночной стоимости объекта оценки;

– утилизационная стоимость – стоимость, рассчитываемая на основе затрат на создание объекта оценки с корректировкой на затраты, сопутствующие процессу утилизации объекта [29]. Здесь стоит также упомянуть утилизируемые материальные активы – это те активы, которые подверглись полному и максимальному износу и не могут более использоваться, потеряв свою первоначальную полезность. Именно данный факт и обуславливает различия между утилизационной и ликвидационной стоимостью;

– специальная стоимость – стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в стандартах оценки [5];

– рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчуждено на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства [37];

– равновесная стоимость – денежная сумма, за которую предположительно состоялся бы обмен объекта между конкретными, хорошо осведомленными и готовыми к сделке сторонами на дату оценки, отражающая интересы этих сторон;

– отдельно также можно выделить эффективную стоимость – это стоимость, исчисленная как наибольшая из двух стоимостей: рыночной и инвестиционной [18].

– Таким образом, в зависимости от критериев группировки, можно выделить несколько видов стоимости: инвестиционную, равновесную и рыночную.

Таблица 6 - Виды стоимости: характеристика

Рыночная стоимость	Инвестиционная стоимость	Равновесная стоимость
Объект отчуждается на открытом рынке в условиях конкуренции. Стороны сделки, при этом, действуют добровольно и в своих интересах. Чрезвычайные обстоятельства не влияют на цену реализации сделки	Стоимость создается для конкретного лица или группы лиц	Сделка реализуется между сторонами, хорошо осведомленными о предмете сделки и объекте анализа
Основной предпосылкой создания рыночной стоимостью выступает предположение о совершении сделки гипотетическими сторонами сделки без персонификации личности инвесторов	На процесс создания инвестиционной стоимости влияет использование приобретаемого объекта	Стоимость отражает специфические условия совершения сделки для каждой из сторон
Специфические условия, относящиеся к конкретным сторонам сделки, при анализе создания рыночной стоимости не учитываются и не рассматриваются	-	При отборе критериев анализа эффективности создания данного вида стоимости необходимо учитывать предполагаемое использование сторонами приобретаемого объекта анализа

Источник: составлено автором по материалам [75].

Для целей реализации инвестиционных сделок наиболее корректной является определение именно инвестиционной стоимости, однако, в соответствии с новыми Федеральными Стандартами Оценки (далее – ФСО), инвестиционный анализ не подразумевает совершения сделки. В этой связи, предполагается, что в исследовании стоит обратить наибольшее внимание к анализу создания рыночной и равновесной 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 и потенциал использования данного вида стоимости. В связи с этим было предложено следующее определение равновесной стоимости: равновесная

стоимость является денежным эквивалентом, за который предположительно состоялся бы обмен объекта анализа между конкретными готовыми к сделке сторонами при отражении интересов этих сторон.

В стандартах указано, что равновесная стоимость отличается от рыночной тем, что учитывает специфические характеристики, сопутствующие сделке, а также предполагаемый способ использования приобретаемого объекта. Таким образом, равновесная и рыночная стоимость, основываясь на идентичных предпосылках, имеют, как видно выше из таблицы 6, ряд существенных отличий:

Во-первых, в отличие от рыночной, равновесная стоимость предназначена для конкретного потенциального инвестора, что придает адресность и большую определенность объекту оценки.

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

Исходя из вышеизложенного, можно сделать следующий вывод: инвестиционная стоимость предполагает решение вопроса о целесообразности совершения сделки с учетом будущих выгод [17]. Это весьма важное замечание так, как любой рациональный инвестор не ставит своей целью получение выгоды лишь в настоящем времени. Однако, в условиях невозможности использования инвестиционной стоимости для целей реализации сделки рекомендуется использовать равновесную стоимость, которая сочетает в себе черты как рыночной, так и инвестиционной стоимости. Наиболее правильным представляется следующее определение равновесной стоимости - стоимостное выражение интересов каждой из потенциальных хорошо осведомленных сторон сделки, включающее в себя как потенциал наиболее эффективного использования объекта для сторон, являющихся участниками рынка, так и выгоду с последствиями, вытекающие из принципов владения объектом сделки. При определении равновесной стоимости

используются те же самые предпосылки, что и при анализе инвестиционной стоимости. Равновесная стоимость, как и инвестиционная, выделяет учитывает интересы каждого конкретного потенциального участника сделки, но при этом учитывает принцип получения потенциальных выгод от приобретения объекта на свободном рынке. Именно такая двойственная природа равновесной стоимости позволяет говорить о том, что она наиболее эффективна при работе с инвестиционными сделками. В этой связи, можно говорить о том, что существующая методология анализа и процесс создания стоимости для равновесной и рыночной стоимостей идентичны [75].

Таким образом, необходимо помнить, что инвестор стремится получать максимальный положительный экономический эффект на протяжении, как минимум, нескольких периодов. Следовательно, анализ и анализ равновесной стоимости обоснован при проведении M&A сделок, купле и продаже хозяйствующего субъекта, выходе на IPO, привлечении финансирования и инвестиций и прочих случаях с применением методологии анализа рыночной стоимости [62].

В связи с этим 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.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод, что современная экономическая среда весьма многогранная, динамичная и переменчивая. В этой связи, рынок подвержен появлению тех или иных трендов. Одним из таких трендов стало увеличение сделок по купле и продаже бизнеса как специфического товара, M&A сделок и прочих инвестиционных сделок.

Однако приходится констатировать, что значительная часть подобных сделок терпят неудачу или, по меньшей мере, приносят не тот экономический эффект, который изначально ожидался. Одной из причин подобного исхода является то, что приобретаемые либо поглощаемые компании бывают сильно переоценены как отдельными экономическими субъектами, так и рынком в

целом [11]. Таким образом, необходимо, в первую очередь, знать хотя бы приблизительную цену сделки, которая включает в себя стоимость объекта, относительно которого и совершилась сделка.

Для корректного понимания процессов создания стоимости компании в сделках слияния и поглощения необходимо, в первую очередь, осуществить выбор и обоснование анализируемой стоимости. Стоит понимать, что анализируемая стоимость компании будет напрямую зависеть от типа сделки и от категории покупателя. Выбранная стоимость также будет складываться под воздействие факторов в зависимости от типа сделки и целей ее реализации.

Глава 2

Методические вопросы анализа создания стоимости компании в сделках слияния и поглощения

2.1 Проблемы и подходы к анализу создания стоимости бизнеса при реализации сделок слияния поглощения

Широко известен факт того, что одной из наиболее важных составляющих как теоретического, так и практико-ориентированного исследования является выбор оптимальной методики. При работе с инвестиционными сделками, в частности сделками по слиянию и поглощению компаний, выбор методических подходов существенно влияет на стоимость компании и, следовательно, на стоимость самой сделки. Кроме того, корректно определенная в результате анализа стоимость компании – важный элемент анализа эффективности всей сделки. В настоящем исследовании, как отмечено ранее, речь идет об анализе стоимости бизнеса для инвестиционных целей, которая может быть выражена в форме равновесной стоимости. Данный факт определяет некоторую специфику использования существующих методов, так как равновесная стоимость, совмещая в себе черты рыночной стоимости, не всегда совпадает с ней.

Равновесная стоимость бизнеса, зависит не только от его финансовых перспектив и выгод, которые может получить покупатель бизнеса, но и от целого ряда субъективных поведенческих и психологических факторов и характеристик потенциального инвестора, а также от величины создаваемой стоимости. В связи с этим, возникает необходимость корректного определения стоимости с учетом данных факторов.

На сегодняшний день выделяют три наиболее известных подхода к анализу любого вида стоимости бизнеса. Каждый из подходов ставит перед собой цель определить стоимость компании на дату анализа, однако эти подходы имеют разную направленность [42]:

– доходный подход направлен на выявление будущих экономических выгод, которые и формируют стоимость компании. При реализации данного подхода важное значение придается качеству финансовой информации, на основе которой осуществляется прогноз. В частности, предоставляемая финансовая отчетность должна отвечать всем основным требованиям, предъявляемых к финансовой отчетности [21], а также пройти процедуры внутреннего аудита и контроля как одного из механизмов повышения качества корпоративной отчетности [21];

– сравнительный подход основан на данных рынка относительно аналогичных компаний [42]. Рассчитанная при помощи данного подхода стоимость исходит из наличия наилучших либо наихудших альтернатив на рынке. Таким образом, оценивается наличие экономических выгод в настоящий момент времени, а не в перспективе;

– затратный подход учитывает прошлые уже совершившиеся затраты на создание бизнеса, но по рыночным ценам [42]. Данный подход сложен в реализации и не всегда показывает объективные данные по стоимости. В этой связи, его применяют к ограниченному кругу объектов анализа. Например, для анализа стоимости объектов особого назначения, или анализа кадастровой стоимости и др.;

– подход на основе экономической добавленной стоимости [110].

Целесообразно, в первую очередь, рассмотреть доходный подход так, как данный подход представляется наиболее подходящим для анализа равновесной и рыночной стоимости бизнеса.

Доходный подход основан на определении стоимости бизнеса путем прогнозирования генерируемых им денежных потоков, стоимость которых приводится к настоящему моменту времени. Иными словами, доходный подход нацелен на определение внутренней стоимости компании [24].

Рассматриваемый подход является наиболее подходящим для определения стоимости бизнеса в инвестиционных сделках в связи с тем, что позволяет учесть в системе создания стоимости такой важный показатель, как

доходность в течение более чем одного периода времени. Любой рациональный инвестор понимает, что в случае покупки готового бизнеса он платит большую сумму, нежели в случае построения бизнеса с нуля. В этом случае, возникает закономерный вопрос о мотивах принятия такого решения.

В большинстве случаев подобные решения являются логически обоснованными. Покупая готовый функционирующий бизнес, инвестор освобождает себя от значительного объема сопутствующих расходов, и проблем, свойственных «молодым» компаниям на ранних этапах жизненного цикла: завоевание доли рынка, создание маркетинговой стратегии, завоевание доверия потребителей и потенциальных контрагентов. Однако такое развитие событий имеет место только в том случае, если приобретаемый бизнес приносит доход в отчетном периоде и способен генерировать прибыль в дальнейшем (либо будет приносить такой доход при незначительной модернизации) [40].

При проведении анализа стоимости доходным методом рекомендуется принять во внимание ряд ключевых допущений и условий:

- период, в течение которого компания может сохранять положительные устойчивые показатели доходности;
- позволяют ли нефинансовые факторы функционирования компании (опыт корпоративного управления, торговая марка) получать владельцу бизнеса стабильный доход, чтобы платить за них при покупке компании;
- степень инвестиционной привлекательности компании для акционеров;
- степень конкурентоспособности и финансовое положение компании в сравнении с иными экономическими субъектами в отрасли.

Неоспоримые преимущества доходного подхода обусловлены его особенностями:

- приоритетным направлением анализа и оценки являются перспективы роста компании. Этот пункт очень важен именно для определения стоимости компании для целей инвестирования так, как рациональный инвестор не

заплатит за компанию большую сумму, чем выгоды, получаемые в будущем от владения компанией;

- в первую очередь, принимается во внимание уровень доходности бизнеса - основной цели функционирования компании и цели ее приобретения;

- доходный подход позволяет принять решение по поводу инвестирования капитала в компанию или решения о целесообразности сделок M&A в связи с тем, что инвестор сможет спрогнозировать поступление потока доходов [6].

В целом можно сказать, что доходный подход наиболее эффективен при анализе стоимости компании для инвестиционных целей.

Однако данный подход имеет некоторые серьезные недостатки:

- возникает ряд проблем с аналитическим обоснованием ставки дисконтирования и капитализации. Выбор ставок может очень сильно повлиять на приведенную стоимость будущих доходов. На сегодняшний день существует множество способов анализа ставки дисконтирования и капитализации, но нет единого мнения о единственном верном методе [52]. Особенно остро такая проблема стоит перед частными компаниями, функционирующими в условиях слабо развитого фондового рынка;

- данный подход базируется на прогнозной величине денежного потока. Однако в условиях постоянно меняющейся рыночной среды, наличия финансовых и нефинансовых факторов нестабильности очень сложно получить точный прогноз, в особенности, на длительном горизонте планирования и прогнозирования;

- доходный подход основан на ретроспективной информации, содержащейся в финансовой отчетности. Однако не всегда информация, содержащаяся в финансовой отчетности, соответствует действительности в полной мере. Кроме того, в условиях рыночной нестабильности, ретроспективная информация является не самым надежным источником информации и базой для дальнейших расчетов [60];

– при составлении прогнозов аналитик строит предположения и допущения относительно ставок дисконтирования, стратегии компании, макроэкономических условий и прочие факторы, что требует высокой квалификации и опыта со стороны аналитика;

– доходный подход, несмотря на все свои преимущества, представляет собой достаточно трудоемкий процесс, требующий временных затрат.

Также стоит отметить, что не всегда доходный подход применим на практике в отношении некоторых компаний:

– компании, использующие в своей деятельности современные информационные технологии, стоимость которых зависит от состояния рыночной конъюнктуры в рассматриваемой отрасли [115];

– компании, которые занимаются информационной деятельностью, рекламой и маркетингом, на стоимость которых влияет эффективность и размер первоначальных вложений, а также объемы чистых доходов и доходов от реализации [69];

– компании, род деятельности которых подразумевает оказание услуг (юридические и аудиторские компании, к примеру). Здесь одним из важнейших факторов создания стоимости выступает наличие деловых связей, репутация компании, клиентская база. Данную информацию сложно спрогнозировать, используя лишь данные финансовой отчетности;

– компании, обладающие исключительными правами и патентами, ограничивающими уровень конкуренции в отрасли и извлекающие из них стабильную и высокую прибыль;

– вновь созданные компании, не располагающие большим объемом ретроспективной информации, необходимой для расчета прогнозных значений [55].

Наиболее эффективно применение данного метода для стабильно функционирующих компаний с достаточным сроком существования на рынке (от 7 до 10 лет). Также данный метод может применяться, когда компания

терпит систематические убытки по причине того, что на основе данных результатов также можно принять управленческое решение. Однако для таких компаний данный метод куда менее предпочтителен.

Доходный подход включает в себя метод капитализации доходов и метод дисконтирования денежных потоков.

Метод капитализации доходов представляет собой подход анализа стоимости бизнеса путем приведения доходов к единой стоимости. Данный метод применяется, в большинстве случаев, для анализа стоимости недвижимости, а также его используют с целью экспресс - анализа стоимости бизнеса или инвестиционного проекта с целью первичного выявления наиболее привлекательной инвестиционной альтернативы [51].

Метод капитализации выделяется относительной простотой применения так, как он не требует построения сложных прогнозных моделей денежного потока. Однако такой метод может применяться только по отношению к стабильно функционирующим компаниям, в которых не наблюдается значительного колебания дохода и денежного потока по годам [55].

Данный метод является неподходящим для оценки стартапов и вновь созданных компаний, для оценки эффективности венчурных инвестиций, а также для объектов на стадии реорганизации и модернизации. Также вышеуказанный метод не может применяться для анализа стоимости компании с неустойчивой динамикой темпов роста.

Метод капитализации обладает простой формулой расчета (1) [7]

$$\text{Стоимость компании} = \frac{\text{Доход}}{\text{Ставка капитализации}}. \quad (1)$$

В качестве дохода может выступать:

- выручка от реализации – для компаний, действующих в сфере услуг;
- чистая прибыль – для крупных экономических субъектов;
- прибыль до уплаты налогов – для субъектов МСП;
- дивидендные выплаты – для компаний, чьи обыкновенные акции обращаются на фондовом рынке;

– денежный поток – для компаний, в составе имущества которых преобладают внеоборотные активы. Рекомендуется брать показатель не на последнюю отчетную дату, а усредненное значение за пять лет. Таким способом можно значительно улучшить качество прогнозов [54].

Ставка капитализации (коэффициент капитализации) можно рассчитать двумя способами по формулам (2) и (3) [31]

$$C = r - g, \quad (2)$$

$$C = \frac{r-g}{1+g}, \quad (3)$$

где C - коэффициент капитализации;

r - ставка дисконтирования;

g - устойчивый темп роста.

Данная формула схожа с коэффициентом дисконтирования в модели Гордона так, как данные модели схожи по смыслу.

Как было отмечено ранее, данный метод относительно прост для применения, однако ввиду большого количества ограничений он применяется не очень часто.

Наиболее универсальным методом в доходном подходе, применимом по отношению к большинству компаний, является метод дисконтирования денежных потоков.

Как справедливо отмечает Эндрю Готмен, с теоретической точки зрения, метод дисконтирования денежных потоков - один из самых правильных и точных для анализа стоимости бизнеса при реализации инвестиционных решений несмотря на ряд недостатков и ограничений при использовании [4].

Таким образом, для определения равновесной и рыночной стоимости объекта анализа для инвестиционных целей доходный подход весьма эффективен в связи с тем, что инструментарий данного подхода полностью соответствует целям и потребностям большинства инвесторов. Суть его сводится к прогнозированию денежных потоков компании в прогнозном и постпрогнозном периоде и приведению суммы этих потоков к настоящему

моменту времени, используя ставку дисконтирования [95], позволяя оценить будущие выгоды от приобретения компании с позиции сегодняшнего дня [85].

Предпочтительнее всего использовать данный метод в следующих случаях:

- бизнес является крупным и многофункциональным коммерческим объектом;
- будущие денежные потоки будут существенно отличаться от предыдущих (в противном случае, можно было бы использовать метод капитализации дохода) [25];
- будущие денежные потоки можно определить и максимально точно обосновать;
- компания достаточно долго находится на рынке, что дает возможность проанализировать ретроспективную информацию о компании.

Процесс анализа стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков – процесс весьма долгий и трудоемкий. Для удобства его принято подразделять на несколько стадий.

В частности, Эндрю Готмен выделяет пять стадий, среди которых прогнозирование денежных потоков, прогнозирование терминальной стоимости, выбор и аналитическое обоснование ставки дисконтирования, дисконтирование прогнозных и постпрогнозных показателей денежного потока, внесение поправок и корректировок [4]. Несмотря на логически обоснованную последовательность этапов реализации доходного подхода, данная точка зрения не раскрывают алгоритм действий, особенно в части прогнозирования денежного потока [96].

В связи с этим, более правильным и детальным представляется алгоритм, предложенный Федотовой М.А. и Грязновой А.Г.:

- сбор информации;
- выбор модели денежного потока;
- определение длительности прогнозного периода и флагов

прогнозного периода;

- ретроспективный анализ и прогноз выручки от реализации;
- ретроспективный анализ и прогноз операционных расходов;
- анализ и прогноз внеоборотных активов, включая амортизацию, и капитальные затраты [3]. Отмечается, что при прогнозировании данных статей отчетности необходимо учитывать динамику как по существующим активам, так и по вновь введенным в эксплуатацию;
- расчет, анализ и прогноз величины денежного потока в соответствии с выбранной моделью денежного потока [73];
- определение ставки дисконтирования;
- расчет величины стоимости компании в прогнозный период;
- расчет стоимости компании в постпрогнозный период и суммирование стоимости компании в прогнозном и постпрогножном периодах;
- внесение итоговых поправок;
- согласование результатов [5].

Выбор модели денежного потока является одним из основных этапов аналитического обоснования стоимости бизнеса так, как он напрямую определяет необходимые показатели и вид ставки дисконтирования [15].

В финансовой сфере различают номинальный и реальный денежный поток, а также денежный поток на собственный капитал и на весь инвестированный капитал. Не вызывает сомнения, тот факт, что для анализа стоимости компании необходимо рассчитать реальный денежный поток, который включает в себя денежный поток, приходящийся на акционеров и на кредиторов. Однако выбор между денежным потоком на собственный капитал и на весь инвестированный не столь очевиден [74].

В зарубежной и российской практике наибольшей популярностью пользуется расчет денежного потока на весь инвестированный капитал.

В частности, в России, метод дисконтирования денежного потока на собственный капитал применяется очень редко в крупных холдингах и

транснациональных корпорациях так, как свободный денежный поток на собственный капитал обладает большей волатильностью по сравнению со свободным денежным потоком на инвестированный капитал. К тому же, редко какая компания на практике использует лишь собственные источники финансирования. В связи с этим наиболее рациональным является использование второй модели денежного потока – на весь инвестированный капитал за исключением компаний ряда отраслей [53].

Формула свободного денежного потока на инвестированный капитал имеет следующий вид (4) [33]

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + DA \pm \Delta NWC - CapEx, \quad (4)$$

где FCFF – свободный денежный поток на собственный капитал;

EBIT – Прибыль до налогообложения;

T – ставка налога на прибыль;

DA – начисленная амортизация;

ΔNWC – изменение в чистом оборотном капитале;

CapEx – капитальные вложения.

Свободный денежный поток на собственный капитал рассчитывается по формуле (5) [33]

$$FCFE = NI + DA - CapEx \pm \Delta NWC + NB, \quad (5)$$

где FCFE – свободный денежный поток на собственный капитал;

NB (net borrowing) – чистые займы.

Также определенные вопросы вызывают вопросы выбора длительности прогнозного периода. Выделяют три периода: краткосрочный (до 5 лет), среднесрочный (от 5 до 10 лет), долгосрочный период (более 10 лет). Не существует единого мнения об оптимальной длине прогнозного периода [72]. Так, по мнению Р. Брейли и С. Майерса, длительность прогнозного периода выбирается аналитиком произвольно. Однако, с их точки зрения, рекомендуется выбирать шестилетний прогнозный период так, как темпы роста компании обычно стабилизируются на седьмой год [1].

Данное утверждение выглядит вполне логичным. Однако, стоит заметить, что авторы данной точки зрения опирались исключительно на рынок США без учета характерных особенностей российского рынка и учета отраслевых особенностей.

В этой связи, предлагается в общем случае использовать десятилетний временной интервал. Данная точка зрения основана на том, что, учитывая экономическую и внешнеполитическую нестабильность, а также различного рода нефинансовые факторы нестабильности (в том числе, и эпидемиологические), долгосрочный прогнозный период не позволит получить надежные данные, а краткосрочный прогноз не способен в полной мере отразить динамику изменений финансового состояния для принятия обоснованного инвестиционного решения за счет недостаточного массива анализируемых данных.

Следующие этапы будут направлены на определение и прогнозирование денежных потоков. Данный этап самый сложный, долгий и трудоемкий.

В первую очередь, необходимо составить прогноз выручки на основе ее ретроспективного анализа. Существует два способа прогнозирования выручки: укрупненный и детальный способ.

Укрупненный способ построен на определении ежегодных темпов роста выручки. Прогноз выручки строится с учетом среднегодовых темпов роста выручки. Данный способ можно использовать для предварительной и экспресс-оценки стоимости. Несмотря на простоту использования данного способа, сложно рекомендовать его использование, так, как укрупненный подход не учитывает драйвера роста выручки, что не позволяет построить надежный прогноз и увеличивает риски инвестиционной сделки [100].

В связи с этим, рекомендовано применять исключительно детальный подход, в тех случаях, когда это возможно. Данный подход более трудоемкий, чем укрупненный, и предполагает использования большого массива данных. В первую очередь, необходимо определить драйвер стоимости: переменный физический фактор, влияющий на выручку. Драйвера стоимости различаются

в зависимости от отраслевой принадлежности.

В таблице 7 приведены драйверы создания стоимости по наиболее распространенным отраслям.

Таблица 7 - Драйвера роста выручки в зависимости от индустрии

Отрасль / Индустрия	Драйвер роста выручки
Розничный бизнес	Средний поток покупателей и средний чек на покупателя и (или) количество квадратных площадей торгового зала
Производственные компании	Объем производства и реализации компании
Компании добывающего сектора	Добываемые ресурсы с месторождений и из залежей
Страховые компании	Страховая премия

Источник: составлено автором по материалам [85].

Расчетным путем вычисляется объем выручки, приходящийся на единицу физического показателя, выбранного в качестве драйвера стоимости. Затем осуществляется прогноз выручки в соответствии со стратегией развития компании. Далее планируемый в соответствии со стратегией или темпами роста физического показателя объем умножается на среднюю стоимость единицы физического показателя. При реализации детального подхода необходимо также произвести некоторые корректировки темп инфляции, ставка НДС, акцизы и прочие корректировки, способные повлиять на цену реализации. Заключительным этапом прогноза выручки выступает построение сценариев: базовый, пессимистический и оптимистический сценарий.

Далее необходимо спрогнозировать расходы компании. Прогноз расходов также может осуществляться укрупненным и детальным способом.

При укрупненном способе затраты разбиваются на переменные затраты (себестоимость) и постоянные (коммерческие, управленческие и прочие) и прогнозируются как процент от выручки.

При детальном способе затраты разбиваются на элементы. Чтобы прогнозная модель не была чрезмерно перегружена данными, в качестве элементов затрат выделяют только существенные статьи затрат: затраты на сырье и материалы, затраты на топливо и энергию, затраты на заработную плату, амортизационные затраты, отчисления на социальные нужды, прочие затраты.

Затраты на сырье и материалы относятся к переменным затратам в себестоимости. Их прогноз строится как процент от выручки, полученный в результате анализа ретроспективных данных. При прогнозе цен на сырье применяют плановые показатели использования сырья и текущие рыночные цены с поправкой на инфляцию. Прогноз затрат на топливо также строится как процент от выручки, скорректированный на инфляцию. Аналогичным образом, можно построить затраты на энергию: часть затрат на электроэнергию, относящаяся к переменным затратам, также может быть спрогнозирована, исходя из норм потребления на единицу произведенной и реализованной продукции. Также необходима корректировка на темп инфляции и возможный рост тарифов.

Затраты на заработную плату прогнозируются на основе планируемой численности работников и уровня оплаты труда, скорректированной на темп инфляции. Отчисления на социальные нужды прогнозируются, исходя из законодательных норм и среднего размера заработной платы.

Прогноз затрат на амортизацию полностью зависит от финансовой политики компании относительно ввода или вывода новых основных фондов и планируемых капиталовложений в основные средства, а также наличие уже используемых основных средств. Стоит иметь в виду, что капитальные вложения учитываются, исходя из времени их поступления: если капитальные затраты были осуществлены в начале отчетного периода, то их учитывают в конце этого же периода. Однако, в случае, если капитальные вложения были осуществлены в конце отчетного года, то амортизационные отчисления будут осуществляться с начала следующего года [106].

Прочие затраты для целей прогнозирования входят в расчет себестоимости при условии их существенности и регулярности. Они рассчитываются и прогнозируются на основе анализа ретроспективной информации как процент от выручки. Итоговая себестоимость вычисляется путем суммирования всех элементов затрат.

Важным шагом построения прогнозной модели является прогноз

инвестиций. Для этой цели необходимо проанализировать и спрогнозировать собственный оборотный капитал, капиталовложения, потребность в собственном оборотном капитале, потребность во внешних источниках финансирования.

Собственный оборотный капитал можно рассчитать укрупненным или детальным методом. При помощи укрупненного способа прогноз оборотного капитала осуществляется через выручку по формуле (6) [34]

$$\text{СОК}_{\text{прогноный}} = \text{Доля СОК (\%)} \times \text{Выручка}_i, \quad (6)$$

где Доля СОК (%) – доля собственного оборотного капитала в процентах;

Выручка_i – выручка соответствующего прогнозного периода.

Детальный подход реализуется путем прогнозирования отдельных показателей баланса по элементам (дебиторская и кредиторская задолженность, запасы) на основе анализа ретроспективной информации по оцениваемой компании [9].

Прогноз капитальных затрат прогнозируется на основе информации, предоставленной компанией или полученной аналитиком в процессе финансового анализа. Капитальные вложения рассчитываются путем вычитания из суммы внеоборотных активов за текущий период суммы внеоборотных активов за предыдущий период и добавлением к полученному результату амортизации. Также капитальные затраты могут прогнозироваться через удельную величину капитальных затрат, приходящихся на единицу физического объема (объем добычи, количество торговых площадей, производственные мощности и др.) [102]. Прогноз долгосрочной кредиторской задолженности осуществляется на базе планирования привлечения заемных средств и анализа кредитных договоров.

Следующий этап является весьма сложным, особенно для стран с плохо развитым финансовым рынком и для компаний, чьи акции не обращаются свободно на рынке капитала. Речь идет об аналитическом обосновании ставки дисконтирования. Приходится констатировать тот факт, что на сегодняшний

день не существует единой, универсальной системы анализа ставки дисконтирования. При попытке решить данную проблему и выявить наиболее эффективную методику, было разработано множество моделей определения ставки дисконтирования. Несмотря на увеличившееся количество новых методик, большинство из них являются модификацией классических моделей либо напрямую исходят из них [75].

- метод средневзвешенных затрат на капитал (далее – средневзвешенная стоимость капитала, WACC);

- метод, основанный на модели ценообразования капитальных активов (далее – CAPM). Часто в литературе встречается под названием «Модель Шарпа» [2];

- метод кумулятивного построения;

- метод, базирующийся на модели Гордона [107];

- расчет на основе показателей рентабельности капитала.

Каждый из этих методов и подходов имеет свои преимущества и недостатки и может применяться в зависимости от конкретных целей.

Наиболее успешным является использование в качестве ставки дисконтирования показателя средневзвешенной стоимости капитала [29], если используется как собственное, так и заемное финансирование [63]. Кроме того, данная модель отличается интерактивностью и динамичностью, позволяя учитывать многие важные рыночные показатели, включая уровень процентной ставки [88], что является преимуществом метода. Если же компания функционирует исключительно за счет собственного капитала, то следует использовать модель ценообразования активов (далее - CAPM). Однако, как справедливо отмечаю большинство исследователей, при применении данной модели в условиях российского неизбежно возникает множество проблем, особенно в части определения некоторых параметров модели [15].

Что касается моделей на основе расчетов показателей рентабельности, то они также имеют свои существенные недостатки. Наиболее часто в

литературе можно встретить расчет на основе показателя рентабельности собственного капитала (далее - ROE) и показателя рентабельности всего инвестированного капитала (далее - ROIC) [58]. Показатель ROE нецелесообразно использовать для анализа стоимости всей компании так, как он не учитывает стоимость привлечения заемного капитала. Показатель рентабельности всего инвестированного капитала может использоваться для компании, когда нет альтернативы. Тем не менее, он не отражает все рыночные риски и текущую рыночную конъюнктуру, что заметно снижает ценность его использования для аналитически и прогнозных целей. Кроме того, данные методы не всегда применимы в случае привлечения иностранных инвестиций из-за некоторых методологических отличий и расчета [22].

В этой связи, рекомендуется использовать метод кумулятивного построения с рядом модификаций. Основное преимущество данной модели в том, что у нее очень широкий диапазон применения: независимо от размера, отрасли и срока существования компании.

Суть описанной модели заключается в последовательном добавлении к безрисковой ставке различных видов премий, как указано в формуле (7) [9]

$$R = R_{riskfree} + C_s + C_{fs} + C_d + C_{kd} + C_{pf} + C_{mq} + C_{or}, \quad (7)$$

где C_s – премия за размер;

C_{fs} – премия за риск структуры капитала;

C_d – премия за недостаточную диверсификацию;

C_{kd} – премия за недостаточную диверсификацию клиентской базы;

C_{pf} – премия за риск, связанный с прогнозированием прибыли;

C_{mq} – премия за управленческие риски;

C_{or} – премия за прочие риски.

Далее по каждому фактору методом экспертных оценок присваивается свой балл: от 0 до 5 в процентном выражении. В качестве безрисковой ставки обычно применяют эффективную ставку доходности к погашению безрисковых активов либо доходность к погашению валютных облигации Российской Федерации, представленные облигациями внутреннего валютного

займа и еврооблигациями Российской Федерации.

Основной недостаток данной модели – субъективное восприятие факторов. Например, возникают сложности с переводом в количественную форму качество менеджмента, достаточность либо недостаточность территориальной или продуктовой диверсификации и т.д. [31].

Для устранения вышеуказанных недостатков метода в настоящем исследовании была разработана новая методика обоснования требуемой нормы доходности на капитал, основанная на принципе построения модели кумулятивной доходности и стратегическом анализе отрасли и внешней среды экономического субъекта.

В данной модели, в частности, могут использоваться такие методы стратегического анализа, как метод М. Портера, метод PEST (STEP) – анализа и др. В целях стратегического анализа будет использован метод расчета ставки дисконтирования на основе модели конкурентных сил Портера [75], которая наиболее полно иллюстрирует ситуацию на рынке и положение компании, и на методе PEST-анализа, позволяющем учесть нефинансовые факторы.

Каждому фактору, который добавляется к безрисковой ставке, сопоставим одну из пяти сил М. Портера как указано в формуле (8) [75]

$$R = R_{\text{riskfree}} + C_{\text{NP}} + C_{\text{cp}} + C_{\text{sp}} + C_{\text{sg}} + C_{\text{ic}}, \quad (8)$$

где R_{riskfree} – безрисковая ставка;

C_{NP} – угроза вторжения новых игроков;

C_{cp} – степень рыночной власти потребителей;

C_{sp} – влияние поставщиков;

C_{sg} – риск появления товаров-заменителей;

C_{ic} – премия за внутриотраслевую конкуренцию.

1) C_{NP} – угроза вторжения новых игроков. Чем выше угроза появления на рынке новых игроков, тем больше риски компании, которая в дальнейшем вынуждена будет функционировать в условиях более жесткой конкурентной среды с меньшими механизмами нормализации своей операционной деятельности [75].

Интерпретация данного пункта представлена в таблице 8.

Таблица 8 – Факторы определения риска по угрозе появления новых игроков

Фактор	Интерпретация	Диапазон процентных баллов
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
Степень диверсификации продукта	Высокий уровень диверсификации в отрасли ведет к появлению большого количества игроков, уменьшая возможности нового игрока в конкурентной борьбе	0 – высокий уровень товарной диверсификации 1 – диверсификация слабая. Крупных и авторитетных игроков на рынке практически нет
Уровень потребности в капитале	Высокая потребность в капитале на начальном уровне и высокая стоимость его привлечения создают серьезные сложности для входа на рынок	0 – при высоких обязательных капиталовложениях и высоких постоянных затратах; 1 – при небольших объемах требуемых капиталовложений
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
Направление политики Правительства	При большом количестве ограничений и барьеров, накладываемых государством, тем менее привлекательна данная отрасль для вступления в нее новых участников	1 – легкий доступ к конечному потребителю 0 – присутствуют серьезные барьеры для входа на рынок

Источник: составлено автором по материалам [75].

2) S_{cp} - степень рыночной власти потребителей указана в таблице 9.

Таблица 9 - 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
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

Продолжение таблицы 9

1	2
Качество продукции не удовлетворяет требований потребителей, побуждая их искать аналогичные товары либо услуги	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 [75].

3) Интерпретация значений влияния поставщиков (C_{sp}) дана в таблице 10.

Таблица 10 - Факторы, формирующие степень влияния поставщиков

Показатель	Диапазон значений
Относительно небольшое количество поставщиков вплоть	0 – достаточное количество поставщиков на рынке; 1 – число поставщиков намного меньше, нежели число производителей либо продавцов товаров и услуг
Степень ограниченности поставляемых ресурсов	1 – ресурс не является уникальным; 0 – объем ресурсов ограничен либо присутствует слишком жесткое правовое регулирование на его добычу, создание либо поставку
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, нежели искать альтернативные пути решения
Уровень приоритетности отрасли для поставщиков	0 – отрасль привлекательна для поставщиков. Они видят в ней перспективы; 1 – поставщики не видят возможностей для максимизации своего дохода либо рыночной власти в данной отрасли и осуществляют в нее поставки по остаточному принципу
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 [75].

4) C_{sg} – премия за риск появления товаров-заменителей. Измеряется в соответствии с рекомендациями в таблице 11.

Таблица 11 - 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

Продолжение таблицы 11

1	2
Субституты производятся крупными предприятиями, способными установить минимальные цены за счет экономии на масштабе	0-1 - производители товаров-заменителей могут «продать» существующий рынок за счет известности марки и больших объемов; 2-производители товаров имеют сопоставимый 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 [75].

5) S_{ic} – премия за внутриотраслевую конкуренцию раскрыта в таблице 12 в разрезе количества игроков на рынке, сроке возможного хранения продукции, барьеров входа на рынок и выхода с рынка, темпов роста рынка.

Таблица 12 - Детерминанты внутриотраслевой конкуренции

Показатель	Диапазон значений
Количество игроков в отрасли и объем и реализации	0 - действует небольшое 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. Объем продаж рассматриваемого участника рынка меньше либо равен средним значениям по отрасли
Срок возможного хранения продукции	0 – высокий срок хранения, продукция не подвержена быстрому физическому или моральному износу; 1 – продукция является скоропортящейся. Это заставляет производителей и продавцов снижать цены, чтобы хоть в какой-то степени «отбить» затраты на ее производство и транспортировку
Барьеры выхода с рыночной ниши	0 – отсутствуют серьезные барьеры, ликвидный выход; 1 – присутствуют барьеры выхода
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 [75].

Далее, для компаний ряда отраслей, стоит сделать поправку на собственный риск компании. Для подобных целей следует использовать мультипликаторы. Наиболее распространенным считается использование

ценовых мультипликаторов. Однако в отечественной практике и применение для непубличных компаний затруднено [32].

Поэтому для целей настоящего исследования используется мультипликатор долга к операционной прибыли. Данный выбор обусловлен тем, что основная доля денежного потока, генерируемая компанией, приходится именно на операционную деятельность.

Следовательно, индивидуальный риск любого экономического субъекта сильно зависит от способности покрыть свой долг операционной прибылью. Данная корректировка должна быть осуществлена для финансовых институтов: банков, страховых, инвестиционных и консалтинговых компаний, девелоперских компаний и др.

С учетом всего вышеизложенного, можно вывести окончательный вид модели, показанный в формуле (9) [75]

$$R = R_{\text{free}} + ((C_{\text{NP}} + C_{\text{cp}} + C_{\text{sp}} + C_{\text{sg}} + C_{\text{ic}}) \times \frac{\text{Debt}}{\text{EBITDA}}). \quad (9)$$

где R_{riskfre} – безрисковая ставка;

C_{NP} – угроза вторжения новых игроков;

C_{cp} – степень рыночной власти потребителей;

C_{sp} – влияние поставщиков;

C_{sg} – риск появления товаров-заменителей;

C_{ic} – премия за внутриотраслевую конкуренцию;

$\frac{\text{Debt}}{\text{EBITDA}}$ – отношение чистого долга компании к прибыли до вычета

процентных платежей, амортизации и налогов.

Разработанная методика позволяет определить ставку дисконтирования крупного и среднего, так и для малого бизнеса, представленного непубличными компаниями, поскольку она построена на стратегическом анализе фирмы и отрасли с поправкой на конкретный мультипликатор компании, учитывающий ее индивидуальный риск, связанный объемом долгового финансирования.

Модель анализа стоимости капитала на основе метода «Пяти сил

Портера» позволяет определить требуемую доходность на капитал исходя из рисков, создаваемых рыночной конъюнктурой. Данное обстоятельство позволяет говорить о высокой степени достоверности полученного результата. Однако на итоговую величину риска, который принимает на себя потенциальный инвестор и кредитор, влияют не только финансово - экономические, но и нефинансовые факторы: политические, социальные, технологические и др. В связи с этим предлагается расчет ставки дисконтирования на основе PEST– анализа.

Данный выбор обусловлен тем, что данный метод позволяет учесть в составе стратегических перспектив и рисков всю совокупность факторов: от политических до социально-культурных и технологических факторов.

Далее необходимо присвоить каждому фактору баллы: от 0 до 2 в процентном значении (значения процентов могут быть не только целыми числами, но и десятичными дробями), в зависимости от степени выраженности каждого фактора. Также опционально, в целях повышения достоверности расчетов, можно скорректировать каждый фактор на удельные веса, в зависимости от степени доверия к каждому фактору.

Более подробно группы факторов, рекомендуемых к анализу, представлены в таблице 13.

Таблица 13 - PEST- анализ: 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

Продолжение таблицы 13

1	2	3
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
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 [75].

Учитывая, что цели анализа стоимости компании, бизнес - модель оцениваемой компании и уровень ее диверсификации сильно различаются, представленный выше перечень факторов не являются исчерпывающими.

Содержание PEST-анализа на современном этапе развития методологии стратегического анализа был дополнен группой правовых и экологических факторов. Таким образом, корректнее в данном случае говорить о PESTEL - анализе. Однако в предложенном выше анализе не выделяются отдельно последние два фактора: правовые факторы включаются в группу политических так как являются выражением политического волеизъявления, а технологические факторы уже также включают в себя риски, связанные с сохранением окружающей среды. Более подробная детализация в рамках использования метода для обоснования ставки дисконтирования не является целесообразным в связи с тем, что увеличивает количество входных данных в

модели обоснования требуемой доходности и повышает риск ошибки.

Таким образом, в заключение, хотелось бы отметить, что вопросы аналитического обоснования ставки дисконтирования для непубличных компаний на сегодняшний день вызывают ряд вопросов и проблем. Все существующие методики либо разрабатывались для применения в отношении публичных компаний, либо имеют ряд существенных недостатков.

Кроме того, все эти методики базируются на текущих и ретроспективных финансовых данных.

Предложенная методика, с одной стороны, не требует большого количества информации, генерируемой финансовыми рынками, что позволяет использовать ее в условиях слабо развитого фондового рынка.

С другой стороны, данная методика рассчитывает ставку дисконтирования, исходя из реальных стратегических перспектив функционирования компании в будущем периоде с учетом стратегии и цели функционирования компании.

Далее необходимо проанализировать стоимость компании в прогнозный и терминальный период [56].

В прогнозном периоде стоимость компании определяется как сумма дисконтированных денежных потоков в соответствии с формулой (10) [9]

$$PV = \sum \frac{(FCFF)^n}{(1+i)^n}, \quad (10)$$

где FCFF – свободный денежный поток на инвестированный капитал;

n – число периодов.

Определение стоимости компании в постпрогнозный период необходимо определить постпрогнозный денежный поток несколькими способами:

- модель Гордона;
- метод чистых активов;
- метод ликвидационной стоимости (если планируется ликвидация в конце прогнозного периода).

Наиболее подходящим является метод, основанный на модели Гордона,

в случае если компания относительно стабильно функционирует. В основе метода лежит капитализация годового дохода. В основе модели лежат следующие допущения:

- прогнозный период должен продолжаться для стабилизации темпов роста. На практике, данное допущение не всегда соблюдается.

- Как отмечалось ранее, наиболее часто длина прогнозного периода составляет пять лет так как данный период позволяет максимально соблюсти баланс между информативностью и риском прогноза;

- величина износа за остаточный период равна величине капиталовложений, а тот же период;

В количественном выражении данная модель рассчитывается по формуле (11) [9]

$$TV = \frac{FCFF_0 \times (1+g)}{(r-g)}, \quad (11)$$

где $FCFF_0$ - величина денежного потока в последний прогнозный период;

g – устойчивый темп роста;

r – ставка дисконтирования.

Далее необходимо перевести терминальную стоимость к настоящему отчетному периоду.

Для этого используют фактор текущей стоимости. Иными словами, необходимо рассчитать дисконтированную терминальную стоимость. Фактор текущей стоимости рассчитывается в соответствии с формулой (12) [14]

$$\text{ФТС} = \frac{1}{(1+i)^{n-0,5}}. \quad (12)$$

Таким образом современная приведенный анализ терминальной стоимости будет отражен в формуле (13) [14]

$$PVTV = \frac{FCFF_0 \times (1+g)}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+i)^{n-0,5}}. \quad (13)$$

С учетом всех выражений, полная формула для оценки стоимости компании доходным подходом будет иметь вид в соответствии с формулой (14) [14]

$$EV = \sum \frac{FCFF_n}{(1+i)^n} + PVTV, \quad (14)$$

где EV - стоимость компании;

FCFF_n - свободный денежный поток за n-ый период;

n – количество периодов;

PVTV – современная анализ терминальной стоимости.

Далее следует провести корректировку на величину не операционных активов. Данная корректировка производится на остаточную стоимость, приведенную на дату оценки таких активов или на их рыночную стоимость [47].

Доходный подход часто используется в практике финансового и инвестиционного анализа, поскольку позволяет определить и выявить будущие выгоды от приобретения компании. Между тем, данный метод не всегда применим и связан с большими временными и трудовыми затратами.

В связи с этим широкое распространение в отечественной и зарубежной практике получил сравнительный подход. В соответствии с Федеральными Стандартами Оценки, сравнительный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах [37].

Согласно сравнительному подходу, стоимость бизнеса определяется той суммой, за которую он может быть продан при наличии активного рынка. То есть, вероятной ценой стоимости компании является цена продажи аналогичной компании, которая зафиксирована рынком [43].

При применении данного метода следует принять некоторые базовые положения:

- в качестве базы сравнения используются уже сформированные рынком цены на аналогичные компании или акции таких компаний.

В условиях развитого финансового рынка сформированная цена компании комплексно учитывает факторы создания стоимости собственного

капитала компании: соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, отраслевые особенности компании и др.;

– данный подход базируется на принципе замещения и принципе альтернативных инвестиций. Иными словами, инвестор, приобретающий бизнес, прежде всего, рассчитывает в будущем получить доход.

Указанный критерий является определяющим для инвестора. Все технологические особенности компании самостоятельно не представляют ценности для инвестора. Они могут быть интересны лишь с позиции перспектив увеличения дохода.

Именно стремление различных категорий инвесторов к извлечению максимальной рентабельности на вложенный капитал при наиболее благоприятном уровне соотношения риска, доходности и свободы инвестиционной деятельности обеспечивает выравнивание и установление рыночных цен;

– стоимость компании отражает производственные мощности и финансовое состояние компании, потенциал роста компании в будущем и др. Таким образом, между компаниями должны быть аналогичное соотношение между ценой и ключевыми финансовыми параметрами.

Сравнительный подход несколькими важными преимуществами:

– аналитик ориентируется на фактически сформированные цены купли и продажи аналогичных компаний, сложившиеся на рынке;

– цена соответствующего бизнеса определяется рынком. Роль аналитика заключается в производстве некоторых корректировок, которые обеспечивают сопоставимость данных;

– сравнительный анализ оперирует данными ретроспективного анализа, предоставляя информацию об уже совершенных финансовых операциях, что обеспечивает стабильность данных в отличие от доходного подхода, который базируется на прогнозных значениях;

– сравнительный подход отражает реально существующее соотношение

между спросом и предложением на оцениваемый объект.

Однако, наряду с достоинствами, данный подход также имеет ряд серьезных недостатков [45]:

- анализируемой базой для данного подхода являются показатели, достигнутые в прошлом. С одной стороны, ретроспективная информация снижает связанные с оценкой риски. С другой стороны, такой подход не учитывает перспективы развития компании. Инвестор, приобретая компанию, надеется получить экономические выгоды, длящиеся в течение определенного периода. Сравнительный подход не показывает данные перспективы;

- для анализа процесса создания стоимости компании сравнительным подходом необходима максимально разносторонняя информация как о рынке, на котором действует данная компания, так и о компаниях - аналогах. Получение дополнительной информации ее обработка может привести к значительным финансовым и временным затратам;

- обработка и адаптация информации в целях обеспечения сопоставимости требует серьезных корректировок итоговой величины и промежуточных расчетов;

- для применения данного подхода требуется наличие активного финансового рынка, финансовая информация должна быть доступна аналитику (рынок должен быть максимально открытым), а также наличие специальных служб, которые собирают и накапливают информацию о совершенных сделках.

Таким образом, отмечается, что преимущества данного подхода одновременно являются и его недостатками, если рассматривать их с другой точки зрения.

В общем виде алгоритм сравнительного метода выглядит так:

- сбор и аккумуляция информации о совершенных сделках купли и продажи готового бизнеса;

- выбор компаний – аналогов в соответствии со следующими

критериями: отраслевая принадлежность, сходство ассортимента продукции, размер компании, перспективы роста, сходство системы корпоративного управления;

- анализ финансовых показателей с целью выбора подходящих аналогов;
- выбор и расчет ценовых мультипликаторов – коэффициентов, показывающих соотношение стоимости компании к финансовому или натуральному показателю;
- расчет итоговой величины стоимости компании.

В сравнительном подходе выделяют три метода: метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала (метод компании - аналога) предполагает компаний - аналогов с фондового рынка. Данный метод позволяет легко найти информацию практически на любую дату так, как ценные бумаги торгуются на бирже каждый день. Однако данный метод позволяет проанализировать неконтрольного (миноритарного) пакета акций в связи с тем, что контрольный пакет не торгуется на финансовом рынке. При обосновании стоимости компании данным методом следует ввести корректировку на премию за контроль.

Метод сделок является частным случаем предыдущего метода. Однако метод сделок, в противовес методу рынка капитала, наоборот анализирует контрольный пакет акций так, как компания - аналог выбирается с рынка корпоративного контроля. Таким образом, данный метод требует больших усилий для сбора необходимой информации.

В основу метода отраслевых коэффициентов заложено рекомендуемое соотношение между ценой компании и финансовыми показателями. Расчет данных коэффициентов производится на основе статистических данных за длительный период времени. Данный метод требует наличие большого количества данных, ввиду отсутствия которых данный метод в России используется очень редко.

Наиболее эффективным методом на сегодняшний день является метод компании – аналога в связи с тем, что в его основе лежит наиболее доступная информация.

Для применения данного метода необходимо рассчитать рыночные мультипликаторы в связи с чем возникает вопрос о выборе мультипликатора для использования. Мультипликаторы подразделяются на финансовые и нефинансовые. Значение финансовых мультипликаторов определяется как отношение стоимости компании к одному из финансовых показателей: выручка, чистая прибыль, прибыль до налогообложения, денежный поток, балансовая стоимость чистых активов и др. Нефинансовые мультипликаторы рассчитываются как отношение стоимости компании к объему производства продукции, пассажирообороту, объему продаж и иному драйверу создания стоимости для конкретной компании, и отрасли.

Для полноты анализа рекомендуется использовать как финансовые, так и нефинансовые мультипликаторы. Однако не всегда возможно найти информацию для расчета нефинансовых мультипликаторов. В этой связи, целесообразно использовать финансовые мультипликаторы, на формирование которых оказывают влияние драйверы стоимости [79].

Таким образом, для реализации метода компании - аналога следует использовать такие мультипликаторы [42]:

- EV/Sales (Стоимость компании/выручка);
- EV/EBITDA (Стоимость компании/прибыль до вычета процентов и налогов);
- EV/Book value of assets (Стоимость компании/балансовая стоимость активов);
- EV/Book value of assets (Стоимость компании/балансовая стоимость активов);
- EV/FCFF (Стоимость компании/свободный денежный поток на весь инвестированный капитал);
- EV/net profit (Стоимость компании/чистая прибыль).

На первоначальном этапе необходимо определить перечень компаний, используемых в качестве аналога, используя критерии отбора.

Далее осуществляется сбор информации для более подробного анализа. На данном этапе сбор информации может осуществляться непосредственно в компаниях [16]. Не все организации готовы предоставить такую информацию. Следовательно, на этапе сбора круг выбранных компаний в большинстве случаев сужается. На следующем этапе на основе полученных результатов анализа рассчитываются ценовые мультипликаторы, значения которых умножаются на выбранный показатель анализируемой компании. Далее полученные показатели усредняются. На данном этапе, для повышения надежности полученных результатов анализа, рекомендуется присвоить веса каждому показателю. Веса определяются при помощи метода экспертных оценок.

В финале анализа вносятся некоторые корректировки в виде скидки или премии за контроль.

Суть затратного подхода состоит в анализе стоимости компании с позиции понесенных затрат на создание активов с точки зрения их возможной продажи [42]. Данный подход так же, как и сравнительный метод строится на принципе замещения: стоимость всех активов компании не должна превышать затраты на восстановление всех активов.

Информационной базой реализации затратного подхода является баланс компании в разрезе его структуры. На основании баланса осуществляется расчет рыночной стоимости чистых активов как разницы между рыночной стоимостью активов и рыночной стоимостью текущих обязательств. Ввиду своей относительной простоты данный подход может применяться для любых компаний и для всех секторов экономики. Однако наиболее эффективно применение затратного подхода в следующих случаях [82]:

- компания имеет значительные объемы финансовых и материальных активов;
- высокая материалоемкость производства;

– отсутствуют ретроспективные данные о прибыли и возможность прогнозирования доходов и денежных потоков.

Следовательно, данный подход к анализу стоимости наиболее применим к следующим типам компании:

- инвестиционные компании, специализирующиеся на операциях с недвижимостью;
- компании, чьи активы состоят в большинстве своем из финансовых активов;
- вновь созданные компании, имеющие большую долю материальных активов;
- убыточные компании и компании в период ликвидации.

В системе затратного подхода выделяют два метода: метод ликвидационной стоимости и метод чистых активов.

Метод чистых активов включает в себя несколько этапов:

– необходимо провести анализ баланса с целью определения активов и обязательств, которые могут быть приняты к расчету стоимости бизнеса. Данный этап реализуется на данных аналитического и синтетического учета, содержащихся в бухгалтерской отчетности на дату анализа. В случае выявления значительных расхождений между данными синтетического и аналитического учета необходимы ревизионные процедуры: аудиторская проверка и инвентаризация имущества компании на дату анализа;

– анализ объектов, входящих в состав имущества организации по рыночной стоимости. Здесь необходимо оценить активы компании: объекты нематериальных активов, объекты недвижимости, машины, оборудование, финансовые вложения, товарные и материальные ценности, дебиторская задолженность и прочие оборотные и внеоборотные активы;

– анализ текущей стоимости объектов, входящих в состав обязательств компании. Анализ данных объектов осуществляется отдельно по каждому элементу обязательств путем дисконтирования в зависимости от

графика его погашения. Однако анализ текущей стоимости обязательств осуществляется при наличии документально подтвержденного графика погашения (к примеру, график погашения банковских кредитов прилагается в приложение к договору). Если такой график не имеет четкого определения или уже наступил срок исполнения обязательств, то обязательства учитываются по и балансовой стоимости;

- расчет стоимости компании, определяемой в виде разницы между рыночной стоимостью совокупных активов и текущих обязательств. Результаты данной оценки представляют собой стоимость компании при наличии у потенциального владельца 100% пакета акций. Если анализу подлежит меньшая доля, то необходимо учесть скидку за отсутствие контроля и (или) низкую ликвидность анализируемой доли, если возникает необходимость.

Метод ликвидационной стоимости применяется для анализа стоимости организаций на этапе их ликвидации.

Применение данного метода состоит из нескольких этапов:

- необходимо разработать календарный график ликвидации бизнеса и определить выручку от реализации его активов. С учетом календарного графика ликвидации активов, их стоимость подлежит дисконтированию на основании рисков, связанных с продажей;

- следующим этапом необходимо уменьшить выручку от реализации активов на величину связанных с ликвидацией компании прямых расходов. К таким расходам относят комиссионные платежи консалтинговым компаниям, а также налоги и сборы, которые начисляются при продаже активов;

- из ликвидационной стоимости активов вычитается текущая стоимость расходов, связанных с владением активами до их продажи. К таким расходам относятся затраты на хранение запасов готовой продукции, затраты на сохранение оборудования, машин, механизмов, недвижимости, управленческие расходы по обеспечению деятельности компании до завершения процесса ликвидации. Дисконтирование данных затрат

осуществляется по календарному графику продажи активов;

– к полученной величине прибавляется операционная прибыль или вычитается операционный убыток, которые были получены в результате осуществления деятельности компании в течение всего периода его ликвидации;

– далее необходимо скорректировать величину стоимости активов путем вычитания преимущественных прав на удовлетворение выходных пособий и выплат работникам компании, удовлетворения требований кредиторов по обеспеченным залогом имущества обязательствам. Сюда же стоит отнести поправку на расчеты с другими кредиторами;

– финальным этапом является расчет ликвидационной стоимости компании путем уменьшения скорректированной стоимости все активов компании на текущие расходы по ликвидации компании и по владению активами до и продажи и величину обязательств компании.

Таким образом, стоит отметить, что основным преимуществом затратного подхода является доступная и достоверная информационная база для его проведения. К тому же, затратный подход базируется на анализе стоимости активов в предполагаемых условиях их потенциальной продажи. Однако, данный подход к анализу стоимости не учитывает потенциала развития бизнеса в будущем, в то время, как реализация инвестиционных сделок по слиянию и поглощению направлена на получение будущих выгод, увеличение финансового и технологического потенциала компании. В связи с этим данный подход наиболее оправдан в случаях ликвидации компании и в наименьшей степени подходит для анализа равновесной и рыночной стоимости, следовательно, в данном случае затратный подход не применим.

2.2 Подходы к анализу факторов создания стоимости бизнеса: преимущества и недостатки

Стоимость компании – экономическая величина и экономический

показатель. Одна из целей при принятии инвестиционного решения любой компании в долгосрочной перспективе – создание и максимизация стоимости компании. Таким образом, на передний план выходят вопросы анализа создания стоимости, которые тесно связаны с выявлением факторов создания стоимости и отбором ключевых факторов, значение в периоде и динамика изменения которых применяется в качестве основы для разработки критериев оценки эффективности сделок слияния и поглощения.

Далее возникает вопрос о природе факторов создания стоимости. По мнению Т. Коупленда и Т. Коллера, под фактором создания стоимости стоит понимать некоторую переменную, от которой зависит результативность деятельности компании (например, эффективность производства или эффективность и полнота удовлетворения потребности в услугах) [13].

С подобным определением трудно спорить: стоимость компании можно определить, как зависимую и результативную величину, а факторы – независимые результирующие переменные.

В соответствии с теорией Т. Коупленда и Т. Коллера, можно выделить три стадии в процессе определения факторов создания стоимости:

- в начале необходимо произвести распознавание факторов. На данной стадии создают сематическую карту параметров стоимости. Эти параметры позволят выявить степень и характер связи между компонентами функционирования бизнеса и процессом создания стоимости;

- установление приоритетов – определение тех факторов, которые наиболее сильно влияют на процесс создания стоимости компании (приоритетны факторов) [103];

- институционализация – создание своеобразного института управления стоимостью путем объединения в единую систему измерения стоимости факторы и единицы измерения. Такой единицей измерения выступают показатели деятельности и экономической эффективности [14].

Такая позиция Т. Коупленда и Т. Коллера является корректной.

В самом деле, определение факторов стоимости – это сложный процесс.

Следовательно, как и любой процесс он состоит из нескольких взаимосвязанных стадий, которые объединяются в последующем в единую систему.

В общем случае при анализе стоимости компании во внимание применяются как микроэкономические факторы, вытекающие напрямую из характеристик анализируемой компании, так и макроэкономические, которые определяются внешней средой.

При этом, степень единоличного влияния хозяйствующего субъекта на факторы внешней среды ограничена, однако при анализе компании и создании стратегии управления стоимостью данные факторы обязательно должны приниматься во внимание.

Говоря о факторах создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения, стоит отметить, что данные факторы, в той или иной степени, соотносятся с анализом стоимости при любом типе сделки [26].

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 [57].

В таблице 14 приведена схема выбора факторов для более тщательного анализа в зависимости от типа реализуемой сделки, а также показатели эффективности создания стоимости бизнеса при реализации сделок слияния и поглощения.

Таблица 14 - Выбор основных факторов и показателей эффективности создания стоимости бизнеса в зависимости от типа сделки

Параметр	Институциональные сделки	Интеграционные сделки	Диверсификационные сделки
1	2	3	4
Фактор времени осуществления финансовых операций и горизонт прогнозирования	Да	Да	Опционально
Степень приобретаемого контроля	Да	Да	Да
Спрос и предложение на рынке слияния и поглощения	Да	Да	Опционально
Существующие ограничения	Да	Да	Да
Объемы производства и реализации	Да	Да	Опционально

Продолжение таблицы 14

1	2	3	4
Уровень автономии	Да	Опционально	Да
Уровень маневренности	Да	Да	Опционально
Величина себестоимости произведенной продукции	Да	Да	Опционально
Риски, связанные с деятельностью компании и со всей отраслью	Да	Да	Да
Система управления затратами	Да	Да	Опционально
Размеры валовой и чистой прибыли, а также величина маржинального дохода	Да	Да	Да
Степень платежеспособности	Да	Да	Да
Значение финансового рычага	Да	Да	Опционально
Величина себестоимости произведенной продукции	Да	Да	Опционально
Величина себестоимости произведенной продукции	Да	Да	Опционально
Риски, связанные с деятельностью компании и со всей отраслью	Да	Да	Да
Система управления затратами	Да	Да	Опционально
Размеры валовой и чистой прибыли, а также величина маржинального дохода	Да	Да	Да
Степень платежеспособности	Да	Да	Да
Соотношение требуемой и фактической доходности на собственный и инвестированный капитал	Да	Да	Да
Величина и эффективность использования основных средств	Да	Да	Опционально
Структура капитала в части соотношения собственных и заемных средств	Да	Да	Да
Стоимость привлечения финансирования	Да	Да	Да
Экономическая добавленная стоимость	Да	Да	Опционально
Рентабельность активов	Да	Да	Да
Рентабельность заемного капитала	Да	Да	Да
Рентабельность собственного и инвестированного капитала	Да	Да	Да

Источник: составлено автором по материалам [86].

Стоит принять во внимание, что ряд параметров, указанных в таблице 14, выступает исключительно в качестве факторов создания стоимости. Часть параметров является в общем случае показателями, используемыми для анализа эффективности создания стоимости и эффективности реализации сделки по слиянию и поглощению. Однако для некоторых категорий сделок данные показатели являются одновременно и факторами создания стоимости, и критериями эффективности реализации

инвестиционных сделок по слиянию и поглощению. В связи с этим требуется рассмотреть каждый фактор более подробно каждый параметр.

Фактор времени осуществления финансовых операций и горизонт прогнозирования. Временной фактор влияет на величину получаемого денежного потока. Как известно, одна и та же денежная сумма имеет разную стоимость в разный момент времени: влияние инфляции, повышенные финансовые и нефинансовые риски, вызванные политической, экономической и социальной нестабильностью [68]. Таким образом, чрезмерная продолжительность горизонта планирования и прогнозирования уменьшает величину денежного потока. Если представить стоимость компании, как сумму дисконтированных денежных потоков в прогнозном и пост прогнозном периоде, то уменьшение величины денежного потока ведет к уменьшению стоимости компании. Данный фактор важен, в первую очередь, для интеграционных и институциональных сделок так, как в данном случае сроки возникновения экономического эффекта и окупаемости вложений имеют первостепенное значение. В диверсификационных сделках данный фактор не оказывает столь значительного эффекта на стоимость бизнеса так, как основная цель данной сделки – снижение рисков инвестирования.

Степень приобретаемого контроля - один из основных факторов создания стоимости. Так, в случае, если компании приобретается в индивидуальную собственность либо инвестор получает контрольный пакет акций, то логично будет отметить, что и стоимость подобного рода сделки будет несоизмеримо выше, нежели в случае, когда инвестор получает лишь миноритарный проект. Это объясняется тем, что в первом случае собственник приобретает существенные права: на управление активами, на принятие тактических и стратегических решений и др. Данный фактор оказывает значительное влияние на стоимость компании при всех трех типах интеграции: интеграционных, институциональных и интеграционных сделках. На первый взгляд, может показаться, что степень приобретаемого контроля наиболее значима для стратегических (интеграционных) и

институциональных сделок, но не играет особой роли при сделках диверсификационного типа так, как подобного рода сделки не предполагают получение контроля. Однако стоит отметить, что уровень риска функционирования напрямую зависит от принимаемых управленческих решений, следовательно, получая большую степень контроля, инвестор в большей мере может управлять потенциальными рисками.

Спрос и предложение на рынке слияния и поглощения. Данный фактор создания стоимости относится к факторам, обусловленным внешней средой. Отдельно взятая компания не может полностью влиять на рыночной равновесие в данном сегмента. При превышении спроса над предложением стоимость компании будет выше. В данном случае цену, в большей степени, определяет продавец компании. При превышении предложения над спросом цена может диктоваться покупателем. На спрос и предложение влияет совокупность внешних факторов, находящихся вне контроля хозяйствующего субъекта. Так, в первую очередь, в числе экономических факторов, влияющих на спрос, стоит отметить платежеспособность потенциальных инвесторов, уровень процентных ставок, наличие альтернативных вариантов инвестирования, доступ к источникам привлечения капитала. Помимо экономических факторов, также стоит отметить и демографические, политические, психологические и социальные. Например, склонность к риску, а, следовательно, и взгляд на оптимальное соотношение «риск-доходность», сильно зависят от возраста и индивидуальных поведенческих особенностей.

Существующие ограничения часто при анализе стоимости компании не принимаются во внимание. Характер и степень таких ограничений может быть самым разнообразным. Одной из наиболее существенных групп таких ограничений являются законодательные ограничения: налоговое и таможенное регулирование, антимонопольное законодательство, ценовая политика, санкционное давление и др. Данные ограничения носят императивный характер и оказывают серьезное воздействие на экономическую эффективность деятельности компании. Помимо

законодательных ограничений могут существовать также ограничения, находящиеся под влиянием природных факторов, сезонного характера тех продукции, работ и услуг, которые предлагает анализируемый хозяйствующий субъект. Немаловажное значение имеют также культурные и конфессиональные ограничительные факторы [80].

Объемы производства и реализации продукции оказывают влияние на выручку компании, регулирование данного показателя позволяет уменьшить объем постоянных затрат за счет масштаба производства, а также иллюстрирует уровень конкурентоспособности хозяйствующего субъекта и степень его обеспеченности ресурсами [19]. Данный параметр выступает одновременно и как фактор создания стоимости в ретроспективном периоде, и как показатель эффективности ее создания для интеграционных и институциональных сделок в прогнозном периоде.

Влияние себестоимости произведенной продукции на стоимость компании также вполне очевидно. Компания, имеющая, наряду ростом объемов реализации, более низкую себестоимость, способна сгенерировать больший объем прибыли от продаж [71]. Такие хозяйствующие субъекты рассматриваются как более конкурентоспособные. Следовательно, данный факт увеличивает стоимость бизнеса, по сравнению с менее конкурентоспособными аналогами. Данный параметр одновременно также в прогнозном периоде является показателем эффективности создания стоимости компании на прогнозном интервале [12].

Риски, связанные с деятельностью компании и со всей отраслью оказывают влияние на стоимость привлечения капитала и инвестиционную привлекательность хозяйствующего субъекта.

Методы оптимизации постоянных и переменных затратам определяет рентабельность производства.

Оперируя объемом производства либо ассортиментом производимой продукции (работ, услуг) компания может значительно снизить уровень своих затраты на производство и реализацию продукции [86]. Таким образом,

принятая в компании система управления постоянными и переменными затратами определяет эффективность ее функционирования, что повышает стоимость компании как потенциального объекта инвестиционной сделки. Это связано с тем, что, рациональная система управления затратами позволяет увеличить показатели прибыли валовой, прибыли от налогообложения, чистой прибыли. Совершая инвестиционную сделку по приобретению компании, инвестор рассчитывает получить успешно функционирующий бизнес и готов заплатить за это определенную премию в виде наценки. Следовательно, чем выше показатели прибыли компании, тем выше будет стоимость компании;

Размеры валовой и чистой прибыли, а также величина маржинального дохода при приобретении готового функционирующего бизнеса в рамках интеграционных и институциональных сделок является важным фактором создания стоимости в ретроспективном и отчетном периоде. В прогнозном периоде данные величины выступают критерием эффективности реализации сделок слияния и поглощения [113].

Величина собственного оборотного капитала и степень обеспеченности собственными оборотными средствами - один из главных критериев финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности экономического субъекта [68]. Стоимость компании, обладающей достаточными объемами собственных оборотных средств, выше стоимости аналогов. Недостаточность собственных средств увеличивает риск вероятности банкротства, что значительно снижает стоимость компании. В практике анализа стоимости такие процессы нашли отражение в корректировках стоимости: премия за ликвидность, скидка за ликвидность, к примеру [80].

Величина и эффективное использование основных средств позволяет увеличить производительность без излишних капитальных вложений, что напрямую связана с общей эффективностью деятельности компании и, как следствие, со стоимостью бизнеса.

Структура капитала в части соотношения собственных и заемных

средств определяет рентабельность и капитала и финансовые риски [78].

Стоимость привлечения финансирования также напрямую влияет на стоимость бизнеса в сделках слияния и поглощения. Так, структура капитала формирует его стоимость, которая может быть использована в качестве ставки дисконтирования. Кроме того, структура капитала тесно связана с его рентабельностью и отражает существующую политику компании по управлению финансами;

Уровень рентабельности капитала является одним из наиболее значимых факторов создания стоимости и критерием эффективности реализации сделки. Во-первых, в некоторых случаях, рентабельность капитала может также выступать в роли ставки дисконтирования. К тому же, превышение данного показателя над требуемой доходностью позволяет говорить о высокой степени эффективности и отдачи инвестиций в используемый капитал и увеличивает стоимость и ценность компании для потенциального инвестора либо широкого круга инвесторов [33]. В прогнозном периоде уровень рентабельности капитала является эффективным показателем анализа создания стоимости, а динамика его изменения – критерием эффективности реализации сделки.

Отдельно следует выделить такой параметр, как степень ликвидности. В широком общепринятом понимании данный параметр не является фактором создания стоимости, а выступает лишь в качестве финансового показателя для анализа эффективности реализации сделки слияния и поглощения [46]. Тем не менее, премия за ликвидность играет существенную роль в определении конечной стоимости анализируемой компании. Чем более ликвидны активы компании, тем ниже риски ее функционирования.

Учитывая, что под ликвидностью активов стоит понимать скорость обращения активов в денежную форму с минимальными потерями и в минимальные сроки, то можно сделать вывод, что стоимость открытых акционерных обществ обычно, при прочих равных условиях, превышает стоимость закрытых.

В связи с этим предполагается, что при приобретении готового функционирующего бизнеса без запланированного внесения изменений в бизнес-модель компании данный параметр в отчетном периоде может быть включен в систему факторов создания стоимости [72].

В прогнозном периоде динамика изменения уровня ликвидности является показателем и критерием эффективности реализации сделок слияния и поглощения.

Такие факторы, как величина и эффективность использования основных средств, обеспеченность собственным оборотным капиталом, размер валовой и чистой прибыли, спрос и предложение на рынке слияния и поглощения, объем производства и реализации, себестоимость производства, система управления постоянными и переменными затратами, размер валовой и чистой прибыли, в первую очередь, оказывают влияние на стоимость компании через величину денежного потока. Остальные факторы – путем воздействия на ставку дисконтирования.

Анализ вышеуказанных факторов, а также финансовых показателей, являющихся основой для выбора критериев эффективности сделок слияния и поглощения, осуществляется в процессе проведения анализа по выбранным направлениям в зависимости от типа сделки. В общем виде типовой подход к анализу данных факторов может иметь несколько этапов.

На самом первом этапе необходимо сформулировать и доказать обоснованность сделки. Здесь, в первую очередь, необходимо провести анализ стратегии:

- определить цель и тип сделки [67] и сформулировать четкие критерии поиска потенциального объекта сделки;
- оценить динамику рынка, выявить и проанализировать основные драйвера создания стоимости потенциального объекта - цели, а также произвести анализ конкурентной среды с целью выявления резервов для роста прибыли или повышения рентабельности.

Для выявления скрытых внутренних резервов и возможностей

аналитики используют множество разных подходов. Наиболее эффективной практикой выявления резервов является следующая схема:

- определить вид потенциальной сделки, для которой тактика и стратегия реализации сделки, стоимость компании и методология ее анализа будет различаться;
- определить тип интеграции: институциональные, интеграционные и диверсификационные сделки;
- проанализировать подходы компании к ведению бухгалтерского учета и составлению отчетности на предмет будущей ее реформации [23];
- мониторинг компании на этапе прединвестиционного анализа на предмет ее участия в теневой экономической деятельности так, как в условиях роста теневизации экономики [10] подобные меры позволяют избежать будущих репутационных потерь. Для целей выявления теневых процессов у компании – цели рекомендуется использовать «метод красных флажков» [77], суть которого заключается в поиске и анализе событий и фактов, вызывающих настороженность. Данный метод используется для оценки масштабов теневой экономики во всех сферах и на всех уровнях функционирования общественных институтов, для каждого из которых имеется свой «красный флаг». В частности, при оценке деятельности компании определенную степень настороженности могут вызывать чрезмерно большие суммы активов на забалансовых счетах, увеличение доли, просроченной и безнадежной дебиторской задолженности в структуре активов и резерва по сомнительным долгам и прочие «флаги», а также путем применения аналитических процедур аудита [90];
- непосредственное структурирование сделки с учетом выявленных в ходе анализа факторов.

Второй этап характеризуется как управление процессом сделки.

Здесь, в первую очередь, проводится всесторонний глубокий анализ различных факторов создания стоимости как основы для аналитического обоснования критериев эффективности реализации сделки.

Направления анализа создания стоимости на данном этапе выбираются в соответствии с типом сделки, как указано в таблице 15.

Таблица 15 - Направления анализа факторов создания стоимости в зависимости от вида интеграции

Показатель	Институциональные сделки	Интеграционные сделки	Диверсификационные сделки
Потенциальные риски и возможности (финансовые, налоговые, операционные и коммерческие)	Да	Да	Опционально
Анализ IT – системы	Да	Да	Нет
Анализ рынка	Да	Да	Да
Анализ потенциальных синергетических эффектов	Опционально	Да	Нет
Анализ ретроспективной финансовой отчетности	Да	Да	Да
Текущее положение отрасли	Да	Да	Да

Источник: составлено автором по материалам [86].

Помимо анализа, также важным элементом управления процессом создания стоимости в сделках слияния и поглощения является проведение переговоров и, в конечном итоге, закрытие сделки.

На данном этапе предусмотрены следующие процедуры:

- 1) Финализация соглашения о купле - продаже объекта сделки.
- 2) Планирование последующих шагов по переходу прав собственности на актив в соответствии с результатами Due Diligence. Корректировка цены сделки после ее закрытия. На данном этапе отбираются наиболее подходящие факторы создания стоимости бизнеса, выступающие критериями эффективности реализации сделки.

- 3) Определение приоритетных направлений по дальнейшей эксплуатации объекта. Данный пункт зависит от вида сделки. При институциональном типе интеграции покупателю следует разработать план мероприятий по финансовому оздоровлению бизнеса и стратегию выхода из инвестиций. При интеграционной сделке разрабатывается план интеграции приобретенного объекта в структуру бизнеса - покупателя. На данном этапе также необходимо разработать такие планы, как «План 1 день», «План на 100

дней», под которыми подразумевается план мероприятий для каждой из дат.

- 4) Анализ условий вовлеченности сотрудников.
- 5) Исполнение требований регулирующих органов.

Финальным шагом уже является непосредственно сама интеграция:

- 1) анализ готовности к «Дню 1» (день начала функционирования бизнеса после сделки) и выработка рекомендаций;
- 2) анализ и отслеживание синергетических эффектов;
- 3) интеграция трудовых ресурсов и их оптимизация;
- 4) объявление о сделке и управление возникающими сопутствующими эффектами;
- 5) помощь в функциональной интеграции и реализация тактических шагов;
- 6) улучшение операционных показателей и выработка плана по уменьшению издержек.

На основе анализа факторов создания стоимости разрабатывается стратегия управления стоимостью.

В рамках такой стратегии выделяют два подхода: лидерство по затратам и дифференциация производства. Данные подходы являются альтернативными по отношению друг к другу.

Подход, базирующийся на лидерстве по затратам, реализуется путем контроля над произведенными затратами. Контроль над затратами позволяет максимизировать прибыль компании, увеличить величину денежного потока и в целом повысить эффективность производства. Подход «Лидерство по затратам» наиболее эффективен при реализации интеграционных сделок, при которых сторона (либо стороны, если речь идет о слияниях) сделки планируют увеличивать эффективность своей деятельности в долгосрочном периоде [66].

Второй подход основан на дифференциации производства. Суть его заключается в том, что компания начинает специализироваться преимущественно на производстве той продукции, которая не имеет серьезных и абсолютных аналогов. Фактически, такая компания не имеет

серьезных конкурентов в своей отрасли и, следовательно, вопросы оптимизации затрат на производство с целью максимизации прибыли стоят перед бизнесом не так остро [61]. Суть данного подхода состоит в том, чтобы найти нишу, свободную от конкуренции и перестроить на нее все производство продукции (оказание услуг). Отдельные элементы и идеи данного подхода к управлению стоимостью может применяться при реализации диверсификационных и институциональных сделок. В частности, диверсификационный тип сделки подразумевает вхождение в менее рискованные и более перспективные сектора и отрасли экономики путем портфельного инвестирования. Главным их мотивом является диверсификация своей деятельности. Институциональные инвесторы также могут при реализации сделки рассчитывать на диверсификацию и вход в новую индустрию с наименьшим уровнем конкуренции для занятия свободной ниши. Причем, в данном случае возможный планируемый выход из инвестиций не противоречит такой цели так, как компания все равно остается лидером в данном сегменте рынка. При реализации интеграционного типа сделки применение данного подхода не всегда оправдана в связи с тем, что компания – покупатель преследует иные цели.

На практике используются оба подхода. Тем не менее наиболее эффективным является первый подход, основанный на управлении затратами. В условия отсутствия конкурентов компания пренебрегает в большинстве случаев эффективными методами снижения валовых и удельных затрат, что даже при больших объемах реализации продукции и росте валовой прибыли снижает чистую прибыль и получаемый денежный поток. При этом, всегда есть угроза появления на рынке новых игроков, увеличивающих уровень конкуренции и подрывающих рыночные позиции анализируемой компании. В этой ситуации экономический субъект имеет два пути развития: установить максимальные барьеры для входа на рынок (в большинстве стран данные действия запрещены антимонопольным законодательством) либо разработать систему управления затратами с целью их оптимизации, что возвращает нас к

первому подходу.

Мероприятия по реализации обоих подходов различаются в зависимости от уровня организации функционирования компании. Различают три уровня создания факторов стоимости: операционный, инвестиционный и финансовый. По аналогии с видами деятельности операционная, инвестиционная и финансовая деятельность, создающими величину денежного потока.

Операционный уровень рассматривает текущую деятельность компании. На данном уровне на стоимость компании могут оказывать только такие факторы, как ассортимент производимой продукции (оказываемых услуг), факторы ценообразования, выбор сегмента рынка, реклама и продвижение товаров или услуг, управление эффективностью производимых затрат, система логистики и сбыта, качество обслуживания клиентов, устойчивость целевых финансовых показателей деятельности субъекта.

В частности, при применении подхода, основанного на управлении затратами, возможны следующие меры увеличения стоимости компании.

1) Сокращение постоянных затрат путем экономии на масштабе производства (при условии достаточного спроса на продукцию или услуги).

2) Оптимизация бизнес - процессов, регулирующих взаимоотношения с основными стейкхолдерами, в лице поставщиков и подрядчиков с целью экономии на затратах [82].

Эти меры позволят увеличить свою долю на рынке и обеспечить конкурентоспособность цен на свою продукцию.

Подход, основанный на дифференциации продукции, предполагает использование потенциала увеличения цен на продукцию ввиду отсутствия конкурентов для роста валовой прибыли в тех сегментах рынка, где компания имеет абсолютное или относительное преимущество по цене и затратам.

На операционном уровне рекомендуется сочетание этих двух подходов: использовать подход «лидерство по затратам» в тех сегментах, где присутствует конкуренция, а дифференциацию продукцию по тем видам

продукции, где у компании отсутствует необходимость конкурентной борьбы. Такая комбинация двух подходов поможет повысить эффективности деятельности компании.

Увеличить стоимость компании на инвестиционном уровне возможно путем:

- 1) управления запасами, дебиторской и кредиторской задолженностью в рамках управления рабочим капиталом компании;
- 2) осуществления дополнительных капиталовложений для увеличения производственных мощностей;
- 3) реализации активов.

Подход «лидерство по затратам» предполагает следующие способы управления стоимости компании:

- 1) Управление остатками денежных средств с целью их минимизации.
- 2) Сокращение периода оборота дебиторской задолженности и увеличение периода оборачиваемости кредиторской задолженности путем улучшения взаимоотношений с контрагентами.
- 3) Уменьшение величины запасов до уровня, необходимого для поддержания непрерывности деятельности.
- 4) Экономия на приобретении основных средств.
- 5) Реализация неиспользуемых активов с целью избежать простоев и некомпенсируемых затрат на амортизацию и последующую ликвидацию основного средства.

При реализации подхода «дифференциация» управление стоимостью компании может быть осуществлено при помощи следующих методов:

- 1) Взаимодействие с поставщиками и подрядчиками с целью получения более выгодных условий погашения кредиторской задолженности.
- 2) Осуществление капитальных вложений в активы, необходимые для дифференциации продукции: к примеру, вложения в нематериальные активы или оборудование, не доступное конкурирующим компаниям.

На финансовом уровне оба подхода реализуются идентичными мерами:

1) Выбор и поддержание оптимальной структуры капитала – оптимальное соотношение собственных и заемных источников финансирования. Несмотря на кажущуюся простоту, решение подобной задачи – одна из самых сложных проблем в системе управления финансами. Здесь необходимо соблюсти баланс между максимизацией рентабельности капитала и максимальным уменьшением цены его привлечения, с одной стороны, и минимизацией рисков, связанных с утратой финансовой независимости и риском банкротства, с другой. В этой связи, оптимальная структура капитала увеличивает стоимость компании так, как потенциальный покупатель получает готовую и максимально эффективную систему управления финансами.

2) Следующий метод является ожидаемым следствием из предыдущего пункта – поиск наиболее дешевого способа привлечения заемного и собственного капитала.

Таким образом, можно отметить, что только последовательное и комплексное осуществление мероприятий в рамках указанных подходов на всех трех уровнях приводит к увеличению объемов денежного потока, а, следовательно, и к увеличению стоимости бизнеса. Из вышесказанного следует, что каждое подразделение в рамках компании имеет собственные задачи и собственный набор факторов создания стоимости.

Также необходимо отметить, что управление стоимостью компании затрагивает три уровня управления: корпоративный, уровень конкретных бизнес - единиц и уровень отдельных юнитов. Следовательно, факторы создания стоимости также должны анализироваться в зависимости от уровня корпоративного управления [109].

На корпоративном уровне управление стоимостью компании базируется, в первую очередь, на общих целях и задач компании в целом [70]. Именно на данном уровне управления определяются и разрабатываются критерии эффективности процесса создания стоимости (EVA [60], NPV, MVA и др.) [81].

Если говорить об уровне бизнес - единицы, то ключевыми параметрами, в зависимости от направления ее деятельности, являются такие факторы, как наличие развитой клиентской базы, рентабельность продаж бизнес - единицы, операционный доход бизнес - единицы и доля в общем операционном доходе всей компании и др. Данный уровень корпоративного управления, как и предыдущий, не предполагает слишком тщательной детализации факторов.

Уровень отдельных юнитов требует уже максимально предельной детализации. На данном уровне необходимо выявить и проанализировать, какие именно факторы оказывают наиболее сильное влияние на стоимость компании [39].

Выявленные факторы создания стоимости выражаются в виде нормативных значений финансовых и операционных целевых показателей эффективности деятельности компании: должны быть переведены в систему КРІ. Финансовые нормативы демонстрируют эффективность деятельности компании в ретроспективном периоде.

С одной стороны, такая ситуация позволяет проанализировать основные тенденции функционирования компании на протяжении длительного периода, что, несомненно представляет интерес для анализа стоимости компании.

Однако, с другой стороны, ретроспективные данные легко поддаются манипуляции и фальсификации, а также демонстрируют степень эффективности управления компанией в предыдущие периоды, что не позволяет самостоятельно использовать такие показатели в системе корпоративного управления без внесения соответствующих корректировок.

В этой связи, наряду с финансовыми показателями используются также и операционные нормативные показатели. Данная группа целевых нормативов отражает существующую систему и устройство бизнес - процессов компании.

Оптимизация бизнес - процессов направлена, главным образом, на решение долгосрочных задач, стоящих перед компанией. Таким образом, операционные целевые нормативы лишены такого существенного недостатка финансовых нормативов, как ретроспективный характер используемых

данных, что позволяет использовать данные факторы создания стоимости для анализа стоимости бизнеса в прогнозном периоде.

К числу нефинансовых факторов относят, в частности, успешную инновационную деятельность, степень лояльности к бренду, условия труда и социальное обеспечение сотрудников и др.

В зависимости от направления деятельности компании и стратегии ее функционирования, система нефинансовых факторов создания стоимости будет отличаться. Таким образом, при анализе факторов создания стоимости необходимо, наряду с финансовыми факторами создания стоимости, принимать во внимание и операционные. Вместе с тем, при анализе факторов создания стоимости необходимо помнить о том, что данные показатели должны отражать не только долгосрочные перспективы управления стоимостью, но краткосрочные задачи и цели функционирования.

2.3 Анализ создаваемой стоимости как критерия эффективности реализации сделок слияния и поглощения

Вопросы анализа эффективности анализа сделок по слиянию и поглощению вызывают острые дискуссии. На сегодняшний день не существует единого мнения о том, какой метод анализа эффективности сделок наиболее эффективен, а также что включает в себя понятие «эффективность». Выделяют несколько подходов к оценке эффективности инвестиционных сделок:

- анализ интеграционных процессов - анализ влияния ряда факторов на процесс интеграции после сделки.

Обычно разделяют процесс интеграции задач, или операционную интеграцию, и социокультурную интеграцию, хотя на практике данные процессы взаимозависимы и оказывают влияние на успешность всего процесса интеграции компаний, которая, в конечном счете, влияет на общую эффективность;

– анализ последующих дивестиций, предполагающий, что последующая продажа приобретенной компаний свидетельствует о неудовлетворенности руководства компании проведенной сделкой [120].

Период оценки дивестиций в исследованиях разнится от пяти до тринадцати лет после совершения сделки. Данный показатель является не совсем точным, в виду того, что последующая продажа компании не всегда является следствием неэффективности проведенной сделки, в связи с чем данный вид анализа обычно применяется в тех случаях, когда более объективные способы оценки эффективности сделок отсутствуют;

– анализ краткосрочной и долгосрочной доходности акций (event method);

– анализ показателей на основе бухгалтерских отчетов [112].

Наиболее часто применяемыми в силу своей эффективности методами являются метод события (Event method) и метод, основанный на анализе финансовой отчетности [114]. Данные методы позволяют, в полной мере, учесть в анализе как оценку и реакцию рынка на сделку, так и изменение финансового состояния компания-цель и компании - поглотителя в результате реализации сделки [84].

Как видно из таблицы 16, каждый из данных подходов имеет свои преимущества и слабые стороны.

Таблица 16 - Преимущества и недостатки основных методов анализа сделок по слиянию и поглощению

Метод	Преимущества	Слабые стороны
1	2	3
Анализ показателей на основе бухгалтерских отчетов	– высокая достоверность анализа ввиду надежного и аудируемого источника информации; результат анализа выступает одной из мер стоимости для потенциального инвестора в зависимости от его целей	– возникающие сложности при сопоставлении данных нескольких лет ввиду возможных изменений правил и принципов составления и предоставления отчетности; – анализ носит ретроспективный характер так, как основан на исторических данных; анализ результатов сделки возможен лишь через некоторый период после ее реализации

Продолжение таблицы 16

1	2	3
Метод события	<ul style="list-style-type: none"> – результаты выражают рыночную стоимость для инвесторов; – результаты анализа носят перспективный анализ так, как, согласно теории инвестиционного анализа, рыночная стоимость акций является приведенной стоимостью будущих ожидаемых денежных потоков 	<ul style="list-style-type: none"> – результаты анализа являются прогнозной величиной, следовательно, имеют место высокие риски, связанные с прогнозом; – результаты основываются на субъективных ожиданиях участников финансового рынка; – высокая чувствительность результатов анализа к влиянию сторонних факторов

Источник: составлено автором по материалам [75].

Применение метода событий основано на допущении о том, что рынок в состоянии отразить в стоимости акции всю публично доступную информацию, отсутствует асимметрия информации, существенно ограничена инсайдерская деятельность, а именно метод основан на гипотезе о рыночной эффективности. Основным понятием в методе событийного анализа является «окно события» - определенный выбранный период до объявления сделки и после, в течение которого оценивается изменение нормальной доходности акций компания-цель и компании - поглотителя. Возникающая избыточная доходность, возникающая в результате сделки, и является стоимостью, создаваемой для акционера в результате сделки.

Как уже было ранее сказано, данный метод позволяет учесть в анализе реакцию рынка на сделку, что, в перспективе, окажет влияние на будущую стоимость компании, как мера рыночной капитализации. Однако, среди исследователей и аналитиков существуют разные точки зрения относительно параметров модели событийного анализа.

В частности, возникают споры относительно размера окна события. Наиболее рациональным является такой размер окна, при котором можно четко проследить динамику реакции рынка на сделку, но не допустить возникновения «рыночных шумов» и «пузыря» на рынке ввиду чрезмерно оптимистичных ожиданий участников фондового рынка. В контексте длины

интервала окна событий можно выделить два подхода: анализ краткосрочной доходности и анализ долгосрочной доходности. Каждый из данных подходов имеет свои преимущества и недостатки [118].

Популярность анализа краткосрочной доходности акций основана на том, что данный способ позволяет напрямую оценить изменения стоимости компании для акционеров и сводит к минимуму влияние других некоррелированных событий. Более того, котировки публичных компаний находятся в открытом доступе. С другой стороны, данный подход позволяет оценить лишь финансовую эффективность, игнорируя такой важный аспект сделки, как интеграция процессов [104].

Ряд исследователей, в частности Anand и Delios [91], утверждают, что наиболее рациональным является размер окна в один год после совершения сделки. Временной интервал в один год после совершения сделки не является достаточно продолжительным для получения репрезентативных данных при самостоятельном использовании данного метода для анализа создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения. К тому же, данные исследователи не рассматривают временной период до объявления сделки, что не позволяет оценить историческую, ретроспективную динамику доходности акций компаний. В данном случае, любое изменение доходности акции после объявления сделки может быть вызвано посторонними эффектами, не зависящими от ожидания инвесторов от результатов сделки.

Данные недостатки могут быть нивелированы при помощи использования анализа долгосрочной доходности. При анализе долгосрочной доходности исследователи оценивают эффективность сделки слияния и поглощения после даты объявления. Анализ долгосрочной доходности также производится с помощью метода анализа событий, однако, окно события увеличивается до нескольких месяцев и лет.

В этой связи, ряд ученых предлагают различные интервалы окон событий: Moeller и Jafee [108] предлагают использовать окно событий длиной в 1 год [-1; +1], В. Espen Eckbo и Conn [97] используют двухгодичный

интервал [-2; +2], а Huyghebaert и Luypaert [101] считают, что необходимо расширить окно событий до пяти лет до и после объявления сделки [-5; +5]. Weston и MacKinlay [105], в свою очередь, предлагают включить в симметричный интервал двадцатилетний период [-20; +20]. Однако предполагается, что длительный период создает риск учета факторов, не зависящих от сделки при анализе доходности акций за двадцатилетний период до объявления сделки. К тому же, нет необходимости брать двадцатилетний интервал после объявления о сделке по ряду причин.

Во-первых, критические изменения в уровне нормальной доходности видны уже на более коротком временном промежутке.

Во-вторых, данный период весьма долгосрочен, что полностью исключает возможность анализа новых относительно новых сделок и не позволяет оперативно реагировать на изменение конъюнктуры финансового рынка [93].

В целом использование симметричных окон не совсем рационально так, как более длительный интервал до объявления сделки помогает провести анализ доходности при разных внутренних и внешних факторах функционирования анализируемой компании и финансового рынка на оценочном интервале. В то же время, не всегда рационален выбор более длительного временного интервала (и не всегда возможен такой выбор в силу объективных причин) на окне события [117]. Таким образом, наиболее корректным является использование окна событий с несимметричным интервалом. В частности, Capron и Shen [94] предлагают следующие интервалы для окна событий: [-20; +1], [-20; +5], [-20; +10].

О необходимости применения более длительного временного интервала, в особенности, на менее эффективных развивающихся рынках капитала с существующей неопределенностью точной даты объявления сделки заявляет также И.В. Ивашковская [59].

Несмотря на возможность получения данных на более длительном временном интервале, данный подход также имеет свои слабые стороны. Как

и в случае оценки краткосрочной доходности, анализ долгосрочной доходности напрямую зависит от величины выбранного окна. Более того, как отмечают S. Sudarsanam и A. Mahate на долгосрочном окне метод событийного анализа имеет низкую статистическую значимость, в связи с чем данный подход часто подвергается критике [116].

Таким образом, предлагается использовать комбинацию анализа долгосрочной и краткосрочной динамики доходности акций компании. Анализ краткосрочной доходности позволит проследить одномоментную реакцию рынка на сделку компании - поглотителя и определенной компания-цель, что позволит оценить инвестиционный потенциал всех субъектов сделки еще до ее реализации непосредственно в пределах окна события [94]. Анализ долгосрочной доходности позволит оценить на длительном временном периоде динамику и тенденции изменения доходности до момента анонсирования сделки, что позволит выявить созданную доходность в результате сделки [103].

Исходя из вышеизложенного, стоит отметить, что метод событий при комбинации анализа долгосрочной и краткосрочной доходности является эффективным инструментом анализа эффективности сделок по слиянию и поглощению, тем не менее стоит отметить существенный недостаток данного метода – результаты анализа основаны всецело на ожиданиях и оценке рынка. Как показывают многочисленные финансовые кризисы и «пузыри», рынок не всегда способен рационально оценить финансовое состояние компании и потенциал последствий инвестиционных решений, принимаемых субъектами рынка [99].

Методом, способным оценить финансовое состояние компании-поглотителя и компании-цели в контексте инвестиционных сделок является метод анализа финансовой (бухгалтерской) отчетности.

Частота использования данного метода для анализа эффективности сделок по поглощению (приобретению) компаний практически равна частоте применения событийного анализа. Метод анализа финансовой отчетности

применяется для рассмотрения долгосрочного периода после сделки, равного, как правило, от двух до пяти лет.

Суть подхода заключается в том, что значения выбранных показателей после сделки сравнивают с их значениями до реализации сделки. Таким образом, выявляется эффект сделки на деятельность компании [98].

На сегодняшний день все исследования, проводимые на предмет применения данного метода для анализа инвестиционных сделок, условно подразделяют оцениваемые показатели на две категории:

1) Основанные на расчете показателей, базирующихся на денежных потоках от операционной деятельности компании. Сюда, к примеру, можно отнести CFO/рыночная стоимость активов, CFO/Выручка, CFO/Чистая прибыль (Операционная прибыль) и др. [119].

2) Основанные на анализе показателей, базирующихся на категориях прибыли и доходности: рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE), рентабельность инвестированного капитала (ROIC), рентабельность продаж (ROS) [83].

Вопрос выбора категории показателей для анализа сделок по слиянию и поглощению является дискуссионным.

Так, В.М. Barber и J.D. Lyon [92] утверждают, что система показателей, основанная на операционных денежных потоках, наиболее эффективна для оценки воздействия инвестиционных сделок на крупные компании. С их точки зрения, финансовые показатели, основанные на прибыли и доходности, могут подвергаться манипулированию и искажению в ожидании сделки. Аналогичной точки зрения придерживаются Powell и Stark [111]. В своей работе «Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks» они используют методологию, предложенную Lawson для определения величины денежных потоков от операционной деятельности (CFO): величина прибыли до амортизационных отчислений, скорректированная на увеличение (уменьшение) рабочего капитала, не отражающая налоговые платежи.

Денежные потоки до сделки, согласно данному подходу, представляют собой суммарные денежные потоки покупателя и продавца. Далее полученные денежные потоки дисконтируются по ставке, представляющей собой сумму рыночной стоимости собственного капитала компании и балансовой стоимости долга и привилегированных акций, скорректированную на систематический риск [118].

Т.И. Григорьева [5], напротив, считает, что наиболее эффективным является использование показателей, базирующихся на прибыли и доходности, которые смогут элиминировать существующие в методе анализа финансовой отчетности недостатки: отсутствие внимания при анализе к методу финансирования, стоимости привлечения капитала для компании и риски манипулирования и намеренных искажений отчетности. С точки зрения С. Григорьевой, анализ показателей, основанных на прибыли и доходности, хорошо иллюстрирует изменение доходности вложенного капитала, а также позволяет выявить изменение эффективности финансовой деятельности, стоимости привлечения средств, получение доступа к новым рынкам капитала в результате совершения сделки. С. Григорьева предлагают использовать данную методологию совместно с анализом финансовой отчетности. Наиболее эффективными и важными показателями при реализации данного подхода, являются EBITDA и выручка, а также их динамика. Для построения прогнозных значений предлагается использовать прогнозную модель дисконтированных денежных потоков [121].

Показатели EBITDA являются наиболее эффективными для аналитического обоснования эффективности сделки так, как на него не влияет способ финансирования, величина капитальных затрат, способ учета сделки. Он основывается лишь на параметрах операционной активности и отражают непосредственно эффективность обычной деятельности компании, которая является одной из целей приобретения операционного бизнеса. Данные показатели также необходимо дополнить рентабельность (маржинальностью) по EBITDA, EBIT и чистой прибылью. К тому же, немаловажное значение имеет

динамика структуры расходов в величине выручки. В ретроспективном периоде рекомендуется рассчитать коэффициент платежеспособности, коэффициент финансового левиреджа, коэффициент маневренности, коэффициент автономии, рентабельность активов, собственного и инвестированного капитала.

Данные показатели необходимо рассчитать за год, предшествующий году сделки, в год реализации сделки, через год после сделки. Также, если временной период позволяет стоит проанализировать данные показатели через три года после совершения сделки, чтобы проследить их динамику в результате сделки. Таким образом, можно отметить, что в отечественной и мировой практике наиболее распространены в равной степени такие методы как анализ события и анализ финансовой отчетности. Оба эти метода обладают преимуществами и недостатками.

В частности, метод события наиболее эффективно и целесообразно применять на более коротком временном интервале. Он позволяет определить эффективность сделки уже в кратчайшие сроки после объявления о сделке. Тем не менее, данный метод позволяет проанализировать созданную для акционера стоимость исходя лишь из реакции рынка на событие. Не всегда рынок способен верно оценить информационное событие в связи с чем такая анализ не всегда корректно отражает фактическое финансовое состояние компании.

Анализ финансовой отчетности, в свою очередь, фокусируется на оценке фактического, а не ожидаемого, изменения экономических показателей в результате реализации сделки, что повышает точность анализа [59].

К тому же, метод анализа финансовой отчетности рассчитан на долгосрочную перспективу, в отличие от метода событий. Тем не менее, данный метод не лишен ряда существенных недостатков.

Например, финансовые результаты, отраженные в отчетности, формируются под воздействием целого ряда факторов, а не только являются результатом сделки. В этой связи очень тяжело отследить вклад конкретной

сделки в изменение динамики финансовых показателей. Также не стоит забывать, что статьи финансовой отчетности относятся к историческим данным, а инвестиционные сделки рассчитаны на получение экономических преимуществ и выгод в будущих периодах.

Исходя из всего вышеизложенного, стоит полагать, что ни один из рассмотренных методов не является самодостаточным при применении на практике.

Процесс анализа результатов инвестиционной сделки должен основываться на комплексе методов, как указано на рисунке 7:

1) анализе изменения динамики рыночных котировок акций компании - покупателя и компании-цели в случае, если ценные бумаги компании прошли процедуру листинга на бирже.

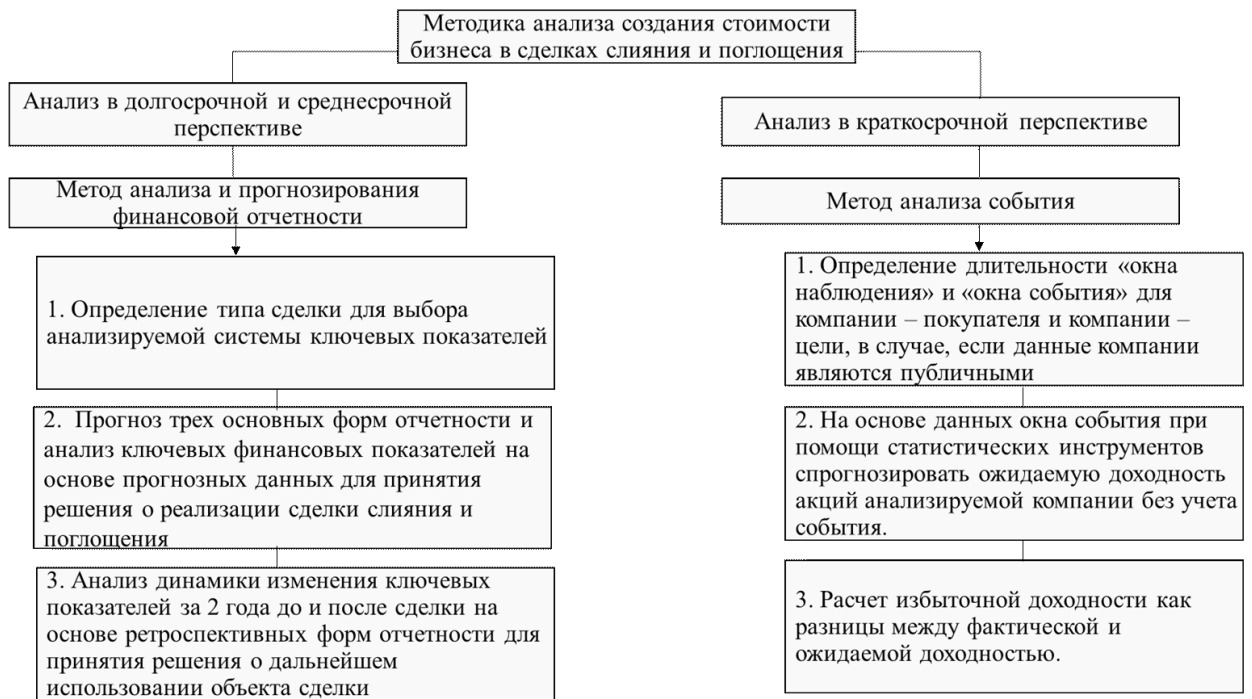
2) метод анализа финансовой отчетности для фактического исследования изменения динамики основных финансовых показателей, создаваемых непосредственно самой деятельностью анализируемой компании;

3) методе анализа событий для оценки краткосрочной реакции рынка и возможного изменения доходности ценных бумаг компании на рынке (для публичной компании);

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

5) в прогнозном периоде также имеет смысл провести динамический анализ маржинальности и основных показателей, формирующих финансовый результат компании.

Предложенная методика рассматривает процесс анализа создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения с точки зрения двух аспектов: стоимости, сгенерированной самой деятельностью компании под воздействие внешней и внутренней среды компании, а также стоимости, создаваемой на основе ожиданий и прогнозов участников финансового рынка.



Источник: составлено автором по материалам [75].

Рисунок 7 – Методика анализа создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения

Таким образом, стоит отметить, что для всестороннего анализа процесса создания стоимости и повышения эффективности реализации сделок слияния и поглощения, необходим комплексный подход, основанный на симбиозе инструментов анализа изменения стоимости как в краткосрочном, так и в долгосрочном периодах.

Глава 3

Совершенствование механизмов анализа создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения на примере компаний нефтегазовой сферы

3.1 Результаты применения метода события при анализе влияния сделок слияния и поглощения на создаваемую для инвесторов стоимость на примере компаний нефтегазового сектора

Для иллюстрации вышеизложенных методов был выбран нефтегазовый сектор так, как несмотря на стремительное развитие инноваций и технический прогресс, данный сектор, по-прежнему, является основой и драйвером роста экономики. К тому же, продукты нефтехимии играют большую роль в прочих отраслях.

Для применения метода событий были рассмотрены крупнейшие мировые сделки в нефтегазовом секторе за период с 2020 г. по 2022 г., отвечающие следующим критериям: публичная компания с листингом на одной из мировых бирж, компания не заключала новых сделок в течение всего окна наблюдения и окна события, чтобы исключить влияние новых сделок на изменение доходности акций.

В периметр анализа входят сделки как по приобретению операционного бизнеса (полностью либо частично), так и доли в уставном капитале. В соответствии с заданными критериями было выбрали 30 компаний – покупателей и 7 компаний – целей. Окно наблюдений было взято длительностью 100 дней до объявления сделки, а окно события – длительностью 10 дней до и после момента события: [- 10; +10]. Моментом события является момент объявления о планируемой сделке. При реализации метода события активно применялась методология статистического анализа.

На первом этапе была сформирована выборка и определена модель рынка как линейная зависимость между доходностью рынка и доходностью

ценной бумаги анализируемой компании в соответствии с формулой (15) [76]

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_m + E, \quad (15)$$

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

α_i и β_i – коэффициенты регрессии;

R_m – доходность рынка;

E – свободный член регрессии.

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

Доходность ценной бумаги и доходность индекса рассчитывается как отношение разности между рыночной стоимостью ценной бумаги или фондового индекса за отчетный и предшествующий период к стоимости за предшествующий период либо как натуральный логарифм отношения между рыночной стоимостью отчетного периода к стоимости предшествующего периода [41].

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, основываясь на тенденциях рынка [84].

Далее необходимо рассчитать избыточную доходность за каждый торговый день на окне события для всех компаний как разницу между фактической и ожидаемой доходностью по формуле (16) [81]

$$AR_{it} = R_i - R_r, \quad (16)$$

где AR_{it} – избыточная доходность;

R_i – фактическая рыночная доходность;

R_r – ожидаемая рыночная доходность.

В случае, когда AR_{it} число положительное, то 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. Свод избыточных доходностей по каждой из компаний представлен в таблицах А.1 и А.2.

Как видно из таблиц А.1 и А.2, в 16 случаях из 30 были созданы положительные избыточные доходности, что свидетельствует о том, что не всегда реализация сделки для продавца связана с убытками и потерей стоимости. Хорошо видно, что, примерно, в 50% случаях сторона покупателя в сделке не извлекает дополнительный рост стоимости, на который рассчитывала. В то время, как сторона продавца извлекает выгоду из сделки намного чаще, демонстрируя, что рынок более лояльно относится к продавцам, а не к покупателям.

Проанализируем средние и кумулятивные (накопленные) средние избыточные доходности, а также значимость результатов, для выявления общей тенденции относительно создаваемой в результате сделки слияния и поглощения стоимости для компании покупателя, а также рассчитаем показатели t-статистики для анализа надежности полученных результатов.

Результаты анализа представлены в таблице 17.

Таблица 17 - Средние избыточные доходности, средние кумулятивные избыточные доходности, t – статистика по выборке компаний - покупателей

День	СААР (1-29), в процентах	AAR (1-29), в процентах	STDEV (1-29)	STDEV/(NA(1/2))	t-stat
1	2	3	4	5	6
10	5,30	0,70	0,0291	0,0053	1,3283
9	4,59	0,05	0,0439	0,0080	0,0584
8	4,55	-1,01	0,0322	0,0059	-1,7251
7	5,56	-1,15	0,0352	0,0064	-1,7868
6	6,71	-0,44	0,0288	0,0053	-0,8310
5	7,15	-0,31	0,0245	0,0045	-0,6911

Продолжение таблицы 17

1	2	3	4	5	6
4	7,46	0,81	0,0306	0,0056	1,4432
3	6,65	-0,47	0,0493	0,0090	-0,5230
2	7,12	1,45	0,0797	0,0146	0,9970
1	5,67	0,42	0,0369	0,0067	0,6182
0	5,25	5,73	0,1900	0,0347	1,6529
-1	-0,48	-0,75	0,0542	0,0099	-0,7593
-2	0,27	-0,62	0,0488	0,0089	-0,6986
-3	0,89	0,74	0,0445	0,0081	0,9048
-4	0,16	-0,02	0,0278	0,0051	-0,0449
-5	0,18	-0,57	0,0196	0,0036	-1,5790
-6	0,75	-0,69	0,0255	0,0047	-1,4869
-7	1,44	0,00	0,0328	0,0060	-0,0072
-8	1,44	1,02	0,0275	0,0050	2,0371
-9	0,42	1,27	0,0572	0,0104	1,2191
-10	-0,85	-0,85	0,0398	0,0073	-1,1685

Источник: составлено автором по материалам [84].

Значение t критического при 5% составляет 1,7011, а при 10% уровнях значимости 2,084. Как можно заметить, в большинстве случаев, t – статистика продемонстрировала статистическую значимость, что позволяет убедиться в том, что сделки слияния и поглощения часто негативно воспринимаются рынком в отношении компании-покупателя.

Теперь рассмотрим влияние сделки на компанию-цель в таблице 18.

Таблица 18 - Избыточные доходности компаний-цели на окне события

В процентах

День	Chesapeake Energy Corp.	Chord Energy Cor.	Crescent Point Energy Corp.	Devon Energy Corp.	Enerplus Corp.	Highwood Asset Management Ltd.	Imperial Oil Limited
1	2	3	4	5	6	7	8
10	0,76	1,28	2,05	-1,55	4,62	1,13	-4,95
9	-0,08	-1,18	2,65	2,68	1,22	-13,65	-0,95
8	-7,48	1,40	-5,35	-0,28	0,28	3,65	-3,26
7	1,90	-2,56	2,08	-2,15	1,30	0,41	2,74
6	1,58	-0,27	0,34	-1,17	7,78	-2,72	2,07
5	5,32	1,45	-3,01	1,51	-5,81	0,32	1,82
4	3,03	-0,63	0,18	0,81	-5,90	-2,67	-2,40
3	0,84	1,00	-0,19	1,35	1,43	3,46	-2,03
2	-0,92	2,42	0,83	-0,85	-3,25	-21,88	2,56
1	-3,36	-0,21	-0,22	2,74	1,88	-10,62	-1,98
0	-2,50	-2,62	-2,35	1,19	-2,24	0,45	1,12

Продолжение таблицы 18

1	2	3	4	5	6	7	8
-1	-2,13	0,05	0,32	0,37	2,49	0,49	1,49
-2	1,21	-1,07	0,06	-1,86	-1,21	0,41	-0,48
-3	-0,36	2,95	2,06	1,06	5,38	0,49	4,18
-4	0,57	0,45	5,74	-1,47	-3,66	-6,85	-2,47
-5	-2,62	-1,14	-2,85	0,52	-2,99	-3,61	-0,38
-6	-1,16	1,06	0,28	-1,44	0,53	0,48	1,80
-7	0,73	-0,09	1,76	1,31	4,18	0,48	0,27
-8	2,39	0,58	-0,07	1,38	5,24	0,38	5,00
-9	-1,43	0,03	-3,47	-0,14	2,79	-3,55	-1,76
-10	-0,97	0,20	-0,17	-0,78	-3,11	0,43	-1,69
μ	-0,22	0,15	0,03	0,15	0,52	-2,52	0,03

Источник: составлено автором по материалам [84].

Согласно данному анализу, нетрудно заметить, что сделки слияния и поглощения в большинстве случаев создают стоимость для инвестора, то есть являются успешными с точки зрения рынка. Теперь рассчитаем средние и средние кумулятивные избыточные доходности и проверим результат на статистическую значимость и представим результат в таблице 19.

Таблица 19 - Средние избыточные доходности, средние кумулятивные избыточные доходности, t – статистика по выборке компаний - покупателей

День	CAAR (1-29), в процентах	AAR (1-29), в процентах	STDEV (1-29)	STDEV/(NA(1/2))	t-stat
1	2	3	4	5	6
10	-6,85	1,32	0,0343	0,0130	1,0181
9	-8,17	-2,10	0,0531	0,0201	-1,0476
8	-6,07	-0,78	0,0402	0,0152	-0,5129
7	-5,29	-0,06	0,0239	0,0090	-0,0654
6	-5,23	0,43	0,0340	0,0128	0,3328
5	-5,66	-0,26	0,0339	0,0128	-0,2012
4	-5,40	-0,97	0,0251	0,0095	-1,0226
3	-4,43	0,82	0,0145	0,0055	1,4881
2	-5,25	-2,90	0,0742	0,0281	-1,0320
1	-2,35	-2,15	0,0406	0,0153	-1,4031
0	-0,20	-1,10	0,0159	0,0060	-1,8351
-1	0,91	0,27	0,0131	0,0050	0,5459
-2	0,64	-0,06	0,0132	0,0050	-0,1174
-3	0,70	1,88	0,0204	0,0077	2,4330
-4	-1,18	-0,50	0,0377	0,0142	-0,3505
-5	-0,68	-1,96	0,0136	0,0051	-3,8124
-6	1,28	-0,71	0,0267	0,0101	-0,7073
-7	1,99	1,60	0,0157	0,0059	2,6855
-8	0,40	1,51	0,0251	0,0095	1,5877

Продолжение таблицы 19

1	2	3	4	5	6
-9	-1,11	-0,50	0,0244	0,0092	-0,5460
-10	-0,61	-0,61	0,0127	0,0048	-1,2585

Источник: составлено автором по материалам [84].

Значение t критического при 5% уровне значимости составляет 2,0452, а при 10% - 1,6991.

Согласно полученным результатам, в большинстве случаев, t – статистика продемонстрировала значимость, что подтверждает гипотезу о том, что рынок позитивно оценивает для продавца (компания-цель) перспективы реализации сделки.

3.2 Рекомендации по применению метода, основанного на исследовании финансовой отчетности для анализа создания равновесной стоимости компании в сделках слияния и поглощения на примере ПАО НК «Роснефть»

17 ноября 2020 г. стало известно о возможной сделке между Акционерным Обществом «Независимая нефтегазовая компания» (далее – АО «ННК») и ПАО НК «Роснефть» по покупке последней АО «Таймырнефтегаз», владеющего лицензиями на разработку Пайяхского, Северо - Пайяхского и Иркинского месторождений для увеличения ресурсной базы проекта «Восток Ойл».

Данная сделка является горизонтальной интеграционной сделкой. Ее цель долгосрочное владение активами приобретенной компании для получения будущих экономических преимуществ.

В первую очередь необходимо рассмотреть динамику изменения ключевых финансовых показателей до реализации сделки и после.

Сделка была реализована 25 декабря 2020 г.

В таблице 20 представлена динамика изменения ключевых показателей эффективности деятельности компании.

Таблица 20 - Анализ ключевых финансовых критериев создания стоимости ПАО НК «Роснефть» по данным исторической финансовой отчетности

Показатель	2019 г.	2020 г.	Изменение	2021 г.	Изменение
Коэффициент платежеспособности	2,62	2,31	(0,31)	2,55	0,24
Коэффициент финансового левериджа	1,51	1,81	0,29	1,54	(0,27)
Коэффициент автономии	0,40	0,36	(0,04)	0,39	0,04
Коэффициент текущей ликвидности	0,87	0,94	0,07	0,96	0,02
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,12	0,26	0,14	0,18	(0,8)
Коэффициент маневренности	(1,07)	(1,03)	0,04	(1,02)	0,00
Рентабельность активов, в процентах	6,22	1,08	(5,1)	6,15	5,07
Рентабельность собственного капитала, в процентах	15,63	(3,03)	(12,6)	15,60	12,56
Рентабельность инвестированного капитала, в процентах	7,90	1,36	(6,5)	7,92	6,57

Источник: составлено автором по материалам [90].

Для оценки динамики изменения показателей эффективности деятельности компании в долгосрочном периоде было использовано прогнозное финансовое моделирование.

Детальный прогноз выручки осуществляется на основе прогнозов объемов добычи, доля нефтепродуктов, получаемых из добытого сырья и цен реализации. Цены реализации складываются из «нетбека», в который включаются транспортные расходы, экспортные пошлины и прочие налоги, скидки и премии, дифференциал и др.

В состав себестоимости входят постоянные и переменные расходы. Переменные расходы являются своеобразными «драйверам» роста себестоимости и зависят от объема добычи или реализации.

Прогноз переменных расходов осуществляется путем расчета их исторической удельной величины, скорректированной на прогнозную величину индекса цен потребителей или производителей в зависимости от отрасли и индустрии, и умножения на прогнозную величину базы, от которой

рассчитывалась удельная величина.

Постоянные расходы просто корректируются на прогнозное значение индексов.

Прогноз коммерческих и управленческих расходов также осуществляется путем корректировки исторических значений данных расходов на прогнозные значения индексов.

В большинстве случаев прогноз капитальных затрат предоставляется заказчиком. В ином случае, рекомендуется прогнозировать капитальные затраты тем же способом, что и операционные расходы.

Оборотный капитал прогнозируется при помощи показателей оборачиваемости обратных счетов, применяя в качестве прогнозного значения показателя оборачиваемости его среднее значение за предыдущие периоды [118]. Базой оборачиваемости в данном случае выступает выручка, себестоимость и операционные расходы. При этом, себестоимость и операционные расходы в качестве базы оборачиваемости корректируются на амортизацию, налоги, расходов на содержание оборудования и заработную плату.

Прогноз финансового состояния ПАО НК «Роснефть» строился на ряде предпосылок и допущений.

Горизонт прогнозирования был выбран 2022–2030 гг. на основе периода времени, в течение которого будет виден эффект от сделки. В качестве шага прогнозирования выбран период в двенадцать месяцев.

Цены реализации углеводородов и нефтепродуктов, как на экспорт, так и для реализации на внутреннем рынке, рассчитывались исходя из исторических цен ПАО НК «Роснефть», приведенных в ее годовых отчетах и информации менеджмента, скорректированных на прогноз индекса российских и мировых цен производителей (при индексации экспортных цен), приведенных к рублевому значению.

Данный способ прогноза был выбран так, как исторические цены реализации компании уже включают в себя все элементы ценообразования,

рассчитанные по методике «нетбека», включая мировых цен на нефть марки Brent, бенчмарки, а также необходимые корректировки на скидки/премии для вида нефтепродукта, транспортные расходы, экспортную пошлину и скидки/премии на внутреннем рынке, что, в условиях отсутствия полноценного доступа к закрытым источникам информации (к примеру, данным агентства Argus, S&P Capital IQ и другие) и прямой связи от менеджмента компании, является одним из наиболее достоверных источников информации.

Прогноз себестоимости основан на:

- исторических значениях цен закупки нефти, проиндексированных на прогнозный уровень мирового индекса цен производителей;
- исторических данных компании о затратах на транспортировку углеводородов до нефтеперерабатывающего;
- затратах на уплату акциза на нефтяное сырье и судовое топливо, рассчитанных в соответствии с положениями Налогового кодекса Российской Федерации и спрогнозированных по удельному значению.

Коммерческие и управленческие, а также иные постоянные расходы прогнозировались на основе исторических данных компании за 2020-2021 гг. с учетом прогнозных значений индекса цен потребителей и производителей в России в рублевом значении.

Чистый оборотный капитал рассчитан исходя из средних коэффициентов оборачиваемости запасов, НДС, дебиторской и кредиторской задолженностей, выданных авансов и прочих оборотных активов за 2020 - 2021 гг.

Капитальные вложения на поддержание рассчитаны на основании прогноза амортизации на период с 2022–2030 гг. с учетом допущения о прогнозной динамике уровня цен производителей в России в рублях.

Капитальные вложения на расширение прогнозируются в соответствии с характером деятельности Паевого акционерного общества «Роснефть», а также в соответствии с величиной капитальных затрат за шесть месяцев

2022 г. по неаудированным данным на сайте компании, приведенных к годовому значению при помощи расчета по доле года.

Объемы реализации являются и прогнозируются относительно стабильными. Компания занимается реализацией сырой нефти и нефтепродуктов на российском и зарубежном рынках. Природный газ реализуется только на внутреннем рынке.

Реализация нефтепродуктов на внутреннем рынке прогнозируется по 5 видам продукции с учетом двухлетнего цикла производства ПАО НК «Роснефть»: высокооктановые бензины, дизельное топливо, мазут, керосин, прочие нефтепродукты (ввиду небольшого объема входящих в данную категорию нефтепродуктов детальная информация в годовом отчете и документах менеджмента не раскрывается).

На экспорт прогнозируется реализация 6 видов продукции, динамика объемов которых соответствует двухлетнему циклу ПАО НК «Роснефть»: высокооктановые бензины, нефтя, дизельное топливо, мазут, топливо судовое маловязкое, прочее (ввиду небольшого объема входящих в данную категорию нефтепродуктов детальная информация в годовом отчете и документах менеджмента не раскрывается).

В прогнозе цен реализации продукции для экспортных рынков предполагается, что ценообразование на нефтепродукты происходит на основе цены экспортного паритета (нетбэк) относительно порта Роттердама.

В качестве ценового ориентира используется биржевая котировка нефти марки Brent в порту Роттердама (Нидерланды).

Как отмечено ранее, прогноз цен осуществлялся на исторических данных компании так, как они уже включали в себя цену экспортного паритета, скидки и премии, а также все корректировки, актуальные именно для продукции данной компании, что повышает точность прогнозов.

Для перевода цены за баррель в цену за тонну использовались коэффициенты баррелизации в разрезе видов нефтепродуктов.

Цены и объемы добычи, переработки и реализации по всем продуктам

приведены нефтяному эквиваленту.

Расчет цены реализации в рублях осуществлялся на основании предпосылки о дальнейшей динамике курса рубля по отношению к доллару США.

Выручка рассчитана как произведение цены реализации нефтепродукта на объем реализации за соответствующий период.

Себестоимость реализации продукции включает в себя затраты на добычу и закупку углеводородов, затраты на геологоразведочные работы, затраты на переработку нефти на НПЗ группы в России и за рубежом, затраты на транспортировку до НПЗ, затраты на транспортировку нефтепродуктов, затраты на транспортировку газа, налоги, кроме налога на прибыль, прочие (ввиду небольшого объема входящих в данную категорию нефтепродуктов детальная информация в годовом отчете и документах менеджмента не раскрывается).

Себестоимость прогнозируется на основе удельных расходов либо как процент от выручки, скорректированный на индекс цен потребителей на основе данных статистики [86].

При использовании вышеуказанных данных и предпосылок были получены следующие ожидаемые показатели выручки и себестоимости в прогнозном периоде представлены в таблице 21 и таблице 22.

В данных таблицах представлена динамика изменения ключевых параметров оценки финансового состояния компании по результатам сделки.

Таблица 21 - Выручка по сегментам

В миллиардах рублей

Прогноз показателей по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Выручка от реализации углеводородов	3 937	4 139	4 472	4 701	4 963	5 261	5 472	5 659	5 855
Выручка от сегмента НПЗ	3 743	3 999	4 393	4 694	5 036	5 424	5 732	5 927	6 133
Выручка от нефтехимии	216	237	261	286	315	346	381	419	460
Прочее	123	129	140	147	155	164	171	177	183
Выручка итого	8 019	8 504	9 265	9 828	10 470	11 196	11 756	12 181	12 630

Источник: составлено автором по материалам [90].

Таблица 22 - Себестоимость по сегментам

В миллиардах рублей

Прогноз показателей по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Затраты на добычу углеводородов в России	402	426	464	493	525	561	589	611	633
Затраты на добычу углеводородов в России	402	426	464	493	525	561	589	611	633
Затраты на геолого-разведочные работы	18	20	20	20	21	22	23	24	25
Затраты на переработку нефти на НПЗ Группы в России	137	150	184	185	187	188	194	205	216
Затраты на переработку нефти на НПЗ Группы за рубежом	34	26	28	31	32	32	33	35	37
Затраты на транспортировку до НПЗ	101	113	137	139	140	141	146	154	162
Стоимость приобретенной нефти	1 234	1 426	1 509	1 506	1 548	1 627	1 698	1 767	1 838
Стоимость приобретенных нефтепродуктов	118	92	124	132	144	152	162	174	182
Прочие закупки	16	19	19	20	22	24	25	27	28
Затраты на транспортировку нефти и газа	283	296	321	340	369	392	417	444	465
Затраты на транспортировку нефтепродуктов	163	161	179	190	207	220	234	250	263
Расходы на оплату труда в составе коммерческих, общехозяйственных и административных расходов	496	521	562	591	624	661	688	711	736
Прочие налоги и отчисления	25	27	29	31	33	35	37	39	40
Налог на имущество	45	47	52	55	58	62	66	68	70
НДПИ	2 476	2 774	2 803	2 816	2 915	3 085	3 244	3 401	3 565
Налог на дополнительный доход	90	649	409	430	465	488	516	547	569
Операционные расходы, итого	5 638	6 746	6 841	6 978	7 290	7 690	8 072	8 456	8 829

Источник: составлено автором по материалам [90].

Капитальные затраты на расширение осуществляется на основании роста масштабов бизнеса в соответствии с производственными планами. Капитальные затраты на поддержание существующих основных средств прогнозируются на основании размера амортизации с учетом допущения о динамике индекса потребительских цен в России в рублях представлены в таблице 23.

Таблица 23 - Прогноз капитальных затрат

В миллиардах рублей

Прогноз показателей по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Капитальные Затраты	1 054	978	940	959	950	955	953	954	954

Источник: составлено автором по материалам [90].

Прогноз амортизации существующих основных средств осуществлен линейным методом на основе данных налогового и бухгалтерского учета о первоначальной стоимости, накопленной амортизации, амортизационных отчислениях по существующим основным средствам по состоянию на Дату оценки. Норма амортизации по бухгалтерскому учету 4%.

Прогноз амортизации представлен в таблицах 24 и 25.

Таблица 24 - Амортизация существующих ОС

В миллиардах рублей

Прогноз показателей по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Первоначальная стоимость	15 104	15 104	15 104	15 104	15 104	15 104	15 104	15 104	15 104
Накопленная амортизация	5 470	6 113	6 756	7 399	8 042	8 685	9 328	9 971	10 614
Амортизация за период	643	643	643	643	643	643	643	643	643
Остаточная стоимость	9 634	8 991	8 348	7 705	7 062	6 419	5 776	5 133	4 490

Источник: составлено автором по материалам [90].

Таблица 25 - Прогноз амортизации новых ОС

В миллиардах рублей

Прогноз показателей по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Амортизация	22	66	107	147	188	228	269	309	350

Источник: составлено автором по материалам [90].

В рамках прогноза свободных денежных потоков производится расчет оборотного капитала. Прогноз оборотного капитала представлен в таблице 26. Базой оборачиваемости является выручка, себестоимость и операционные расходы. Себестоимость и операционные расходы подлежат корректировке в зависимости от прогнозируемого показателя.

Прогноз чистого оборотного капитала (далее - ЧОК) основан на прогнозе статей оборотных активов и обязательств, связанных с операционной деятельностью ПАО НК «Роснефть».

Таблица 26 - Прогноз оборотного капитала

В миллиардах рублей

Прогноз показателей по годам	2022	2023	2024	2023	2026	2027	2028	2029	2030
Дебиторская задолженность (без резерва по сомнительным долгам)	645	684	744	791	843	901	944	980	1 017
Прочие краткосрочные финансовые активы	645	684	744	791	843	901	944	980	1 017
Запасы	381	456	461	472	493	520	544	572	597
НДС	285	302	328	349	372	397	416	432	448
Авансы выданные и прочие оборотные активы	195	206	224	238	254	272	284	296	306
Кредиторская задолженность и начисления	1 453	1 738	1 758	1 798	1 879	1 982	2 074	2 179	2 275
Краткосрочные кредиты и займы	769	920	930	951	994	1 048	1 097	1 153	1 204
Обязательства по налогу на прибыль	59	22	54	80	94	110	117	115	116
Резервы	206	76	189	279	330	387	408	404	406
Прочие краткосрочные обязательства	1,1	0,4	1,0	1,5	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2
ЧОК	(336)	(423)	(431)	(469)	(494)	(538)	(566)	(593)	(618)
Изменение ЧОК	(393)	(87)	(8)	(38)	(25)	(44)	(28)	(27)	(25)

Источник: составлено автором по материалам [90].

В состав оборотного капитала входят следующие статьи: запасы, дебиторская и кредиторская задолженность, НДС, выданные авансы, прочие оборотные активы, прогнозируемые на основе ожидаемых коэффициентов оборачиваемости, принятых в значении средних фактических коэффициентов оборачиваемости за 2020-2021 гг.

ЧОК в прогнозном периоде был рассчитан как разница между оборотными активами и краткосрочными обязательствами.

Свободные денежные потоки рассчитаны на прибыли до вычета

процентных платежей, налогов и амортизации (далее - EBITDA), скорректированной на изменение чистого оборотного капитала, налоги и капитальные затраты. Налог на прибыль рассчитан и спрогнозирован исходя из ставки 20% в соответствии с Налоговым кодексом Российской Федерации и изменением налоговой базы – прибыли до налогообложения (далее - EBIT).

Чистая прибыль в прогнозном периоде рассчитывается как разница между спрогнозированной величиной прибыли до налогообложения и прогнозным значением налога на прибыль.

Прогноз данных показателей проиллюстрирован в таблице 27.

Таблица 27 - Прогноз EBIT, налога на прибыль и чистой прибыли

В миллиардах рублей

Прогноз показателей по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	897	332	825	1 217	1 438	1 685	1 784	1 761	1 768
Налог на прибыль	(179,5)	(66,4)	(165,1)	(243,4)	(287,6)	(337,1)	(356,7)	(352,1)	(353,7)
Чистая прибыль	1 077	399	991	1 460	1 725	2 023	2 140	2 113	2 122

Источник: составлено автором по материалам [90].

Для расчета дисконтированного денежного потока была применена средневзвешенная стоимость капитала, рассчитанная для ПАО НК «Роснефть». Была рассчитана динамическая средневзвешенная стоимость капитала в диапазоне от 15,63% до 16,91%, учитывающая ожидаемое изменение величины странового риска, а также стоимости заемного капитала в прогнозном периоде.

ПАО НК «Роснефть» - крупная публичная компания, следовательно, расчет ставки дисконтирования на основе средневзвешенной стоимости капитала может быть реализована без серьезных затруднений.

Однако для непубличных компаний, а также в условиях геополитической напряженности применение данного подхода может быть затруднено.

В связи с этим предложено также провести анализ ставки дисконтирования путем применения модифицированной модели

кумулятивного построения по модели М. Портера и по модели PEST - анализа, как указано в таблице 28.

Как видно из таблицы 28, все три метода на дату анализа дают относительно сопоставимый результат.

Однако в последующих прогнозных периодах наблюдаются некоторые различия.

Таблица 28 – Динамическая ставка дисконтирования на основе трех подходов

В процентах

Прогноз ставки дисконтирования по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Средневзвешенная стоимость капитала	18,1	15,5	13,8	13,8	10,0	9,7	9,8	9,7	9,7
Метод на основе модели М. Портера	17,5	14,8	14,8	15,0	15,0	14,6	14,5	14,1	14,1
Метод на основе PEST - анализа	18,0	16,8	17,3	16,7	16,7	16,7	16,5	16,5	16,5

Источник: составлено автором по материалам [75].

Здесь модель определения ставки дисконтирования на основе метода М. Портера снова дает максимально приближенные к традиционному подходу результату.

Такая ситуация объясняется тем, что средневзвешенная стоимость капитала и модель на основе метода анализа пяти сил М. Портера построены на основе экономических данных, которые могут быть спрогнозированы и переведены в цифровую форму без значительных сложностей.

Вместе с тем, модель на основе PEST-анализа построена на вовлечении не финансах факторов, которые трудно поддаются прогнозу.

Таким образом, можно отметить, что на дату анализа все три метода являются абсолютной альтернативой друг другу. При необходимости расчета динамической ставки дисконтирования предлагается использовать средневзвешенную стоимость капитала и модель на основе анализа пяти сил М. Портера.

В ином случае, может также использоваться метод на основе PEST-анализа. В рамках исследования был спрогнозирован Отчет о прибылях

и убытках ПАО НК «Роснефть» и получены следующие данные об операционных показателях, указанные в таблице 29.

Таблица 29 - Прогнозный отчет о прибылях и убытках

В миллиардах рублей

Прогноз показателя по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Совокупная выручка	8 019	8 504	9 265	9 828	10 470	11 196	11 756	12 181	12 630
Акцизы	356	211	315	283	324	329	348	353	363
Экспортная пошлина (сырая нефть)	298	328	338	350	363	378	386	395	404
Экспортная пошлина	167	178	196	209	225	242	256	264	273
Операционные расходы	5 638	6 746	6 841	6 978	7 290	7 690	8 072	8 456	8 829
ЕВИТДА	1 560	1 041	1 575	2 007	2 268	2 557	2 695	2 713	2 761
Рентабельность по ЕВИТДА, в процентах	19	12	17	20	22	23	23	22	22
Амортизация	665	709	750	790	831	871	912	952	993
ЕВИТ	897	332	825	1 217	1 438	1 685	1 784	1 761	1 768
Налог на прибыль	(179,5)	(66,4)	(165,1)	(243,4)	(287,6)	(337,1)	(356,7)	(352,1)	(353,7)
Чистая прибыль	1 077	399	991	1 460	1 725	2 023	2 140	2 113	2 122

Источник: составлено автором по материалам [90].

На основе полученных данных были спрогнозированы денежные потоки компании, приходящиеся на инвесторов и кредиторов, а также дисконтированные денежные потоки для определения стоимости компании, как видно из таблицы 30.

Таблица 30 - Прогноз денежных потоков

В миллиардах рублей

Прогноз показателя по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ЕВИТДА	1 560	1 041	1 575	2 007	2 268	2 557	2 695	2 713	2 761
Налоги	179	66	165	243	288	337	357	352	354
Капитальные вложения	(1 054)	(978)	(940)	(959)	(950)	(955)	(953)	(954)	(954)
Изменение оборотного капитала	393	87	8	38	25	44	28	26	25
FCFF	1 079	216	808	1 328	1 631	1 982	2 128	2 137	2 186
FCFF _{disc.}	1 021	188	641	954	1 063	1 205	1 191	1 097	1 027

Источник: составлено автором по материалам [90].

Как видно из предыдущих расчетов, по ряду абсолютных показателей в

прогнозируемом периоде наблюдается положительная динамика. Так, в частности, наблюдается увеличение ожидаемой величины совокупной выручки в течение всего прогнозируемого периода. Также, согласно прогнозам, компания сможет обеспечить положительные значения таких показателей, как EBITDA, EBIT и чистая прибыль на протяжении всего прогнозируемого периода. Кроме того, прогнозируется отчетливая положительная тенденция увеличения чистой прибыли и EBIT к концу прогнозируемого периода, что свидетельствует об ожидаемой операционной эффективности компании. Также наблюдается преимущественно положительная динамика ряда показателей рентабельности в прогнозируемом периоде.

Для понимания динамики изменения эффективности деятельности компании были выбраны и отображены в таблице 31 рентабельность собственного капитала, рентабельность инвестированного капитала, рентабельность по EBITDA, рентабельность по EBIT, рентабельность по чистой прибыли.

Таблица 31 - Динамика показателей рентабельности показателей финансового результата в прогнозируемом периоде

В процентах

Прогноз показателя по годам	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Рентабельность собственного капитала	15,88	5,54	12,68	17,57	19,49	21,36	21,59	20,51	19,87
Рентабельность инвестированного капитала	7,49	2,62	5,98	8,29	9,19	10,08	10,18	9,68	9,37
Рентабельность по EBITDA	19,46	12,24	17,00	20,42	21,67	22,83	22,93	22,27	21,86
Рентабельность по EBIT	11,19	3,91	8,91	12,38	13,73	15,05	15,17	14,45	14,00
Рентабельность по чистой прибыли	13,43	4,69	10,69	14,86	16,48	18,06	18,21	17,34	16,80
Рентабельность собственного капитала	19,49	21,36	21,59	20,51	19,49	21,36	21,59	20,51	19,87

Источник: составлено автором по материалам [90].

Как видно из таблицы 31, рентабельность ключевых индикаторов

финансового результата сохраняет положительное значение на всем прогнозном интервале. По некоторым показателям рентабельности на отдельных временных интервалах прослеживается тенденция к росту рентабельности.

Кроме того, в результате положительной реакции рынка на событие – объявление о сделке – компания получила положительную среднюю избыточную доходность за все дни окна события в размере 1,22%. Данный результат свидетельствует о положительной динамике для инвестора. Важным критерием и индикатором повышения эффективности деятельности компании и создания стоимости для поставщиков капитала является соотношение между рентабельностью капитала и фактической стоимостью его привлечения. Для целей анализа наиболее часто используется соотношение рентабельности инвестированного капитала и средневзвешенной стоимости капитала. При превышении рентабельности инвестированного капитала над средневзвешенной стоимостью капитала, можно сделать вывод о том, что инвестиционная деятельность создает стоимость и обеспечивает стабильно высокую доходность капитала, сверх ожидаемой доходности, вложенный капитал используется эффективно. К тому же, имеется некий избыточный доход для реинвестирования прибыли в мероприятия, ведущие к будущему росту бизнеса. При равенстве этих показателей констатируется отсутствие капитала для инвестирования в рост бизнеса. В случае превышения стоимости привлечения капитала над его рентабельностью можно сделать вывод о неэффективности использования инвестированного капитала и отрицательной величине создаваемой доходности.

Как видно из таблицы 32, ожидается, что соотношение ROIC и WACC имеет положительное значение за периоды между 2027 - 2030 гг., а также с 2037 г. и до конца прогнозного периода. Это свидетельствует о том, что, несмотря на некоторую волатильность показателей, в долгосрочной перспективе добавочная стоимость для инвесторов и кредиторов будет создана.

Распространенность данного подхода вызвана его актуальностью, эффективностью, а также простотой использования и интерпретации. Однако при реализации данного метода можно говорить о стоимости, создаваемой для всех поставщиков капитала: как кредиторов, так и заемщиков. При этом, на практике, намного чаще возникает необходимость оценки эффективности для поставщиков акционерного капитала. Для этой цели предложено использовать подход, основанный на соотношении рентабельности собственного (акционерного) капитала и стоимости привлечения акционерного капитала. Данный подход широко применяется для измерения экономической добавленной стоимости для собственников акционерного капитала. Целесообразно дополнить анализ создания стоимости компании в сделках слияния и поглощения данным показателем на прогнозном интервале. Данный показатель позволяет измерить прогнозную стоимость компании для поставщиков собственного капитала в результате реализации сделки слияния и поглощения.

Несмотря на то, что на практике компании в подавляющем большинстве, наряду с собственным капиталом, также привлекают и заемный, данный показатель является неотъемлемым для анализа создания стоимости бизнеса так, как при анализе перспективы и альтернатив инвестора данный подход имеет право на существование так, как кредитор всегда находится в более выигрышном положении, по сравнению с инвестором, с точки зрения возникающих рисков, что не может не отразиться на стоимости привлечения капитала и, как следствие, его рентабельности. Результаты данного анализа также хорошо проиллюстрированы в таблице 32.

Как можно заметить, в целом, данный подход демонстрирует результаты, схожие с предыдущим в части динамики значения показателей в долгосрочной перспективе.

Схожие с первым подходом результаты также продемонстрировал подход на основе анализа долгосрочной динамики EVA в абсолютном выражении, которая показывает превышение чистой операционной прибыли

после уплаты налогов над затратами на привлечение и использование капитала.

Динамика данного показателя изменяется в соответствии с изменением динамики показателя, основанного на соотношении ROIC и WACC и демонстрирует способность компании создавать экономическую добавленную стоимость на долгосрочном горизонте прогнозирования.

В целом, по результатам применения комбинации различных подходов, можно сделать вывод, что в результате сделки компания создала положительную доходность для инвесторов и кредиторов в среднесрочной и долгосрочной перспективе, что совпадает с краткосрочными ожиданиями рынка, сгенерировавшими среднюю избыточную доходность, равную 1,22% на окне события в результате применения метода анализа события. Динамика изменения ключевых показателей представлена в таблице 32.

Таблица 32 - Динамика ключевых показателей эффективности деятельности компании в прогнозном периоде

В процентах

Год	ROIC, в процентах	ROE, в процентах	ROIC – WACC, в процентах	ROE-CAPM, в процентах	EVA, млрд руб.
2022	7,49	15,88	-4,24	3,32	(608,7)
2023	2,62	5,54	-7,11	-6,70	(1 083,9)
2024	5,98	12,68	-3,75	0,41	(621,7)
2025	8,29	17,57	-1,64	4,93	(289,6)
2026	9,19	19,49	-0,78	6,89	(146,8)
2027	10,08	21,36	0,60	9,67	121,0
2028	10,18	21,59	0,85	9,96	179,0
2029	9,68	20,51	0,38	8,92	82,6
2030	9,37	19,87	0,08	8,27	17,1

Источник: составлено автором по материалам [90].

В этой связи, на основании вышеизложенного, можно отметить, что сделка между ПАО НК «Роснефть» и АО «ННК» по покупке месторождения, в целом, оказалась выгодной компании – покупателю ПАО НК «Роснефть».

На первый взгляд кажется, что такая ситуация противоречит главной гипотезе многих исследований о том, что сделки по слиянию и приобретению в большинстве случаев не создают стоимость для покупателя.

Однако в данном случае компания Роснефть приобрела не пакет акций,

обладающий высокой волатильности и не самостоятельный операционный бизнес, который нуждается в грамотной интеграции в контур бизнеса.

Объектом сделки стал актив – месторождение с хорошо известными и разведанными запасами, что снижает уровень риска. Также компания заранее объявила, что приобретенное месторождение будет использоваться для пополнения ресурсной базы, что свидетельствует о том, что компания-покупатель разработала стратегию последующей интеграции объекта еще на этапе переговоров.

Такая позиция значительно повышает для покупателя вероятность долгосрочного положительного исхода. К тому же, данная сделка не является единственной для данных участников: на протяжении нескольких лет данные компании взаимно успешно отчуждали активы друг друга и доли в капитале, что легло в основу рыночных ожиданий. Таким образом, на реакцию рынка также повлияла «предсказуемость» дальнейшего поведения сторон сделки. Следовательно, результаты анализа не отвергают большинство исследований, касающихся анализа сделок слияния и приобретения, а лишь рассматривает частный случай.

Заключение

На основании вышеизложенного исследования можно сделать ряд выводов.

Необходимость проведения реструктуризации и реорганизации деятельности бизнеса в условиях изменения рыночной конъюнктуры и условий хозяйствования стало причиной роста актуальности исследований, занимающихся анализом механизмов реализации инвестиционных сделок.

В исследовании:

- 1) разработана новая классификация сделок по слиянию и поглощению, которая основана на стратегии использования объекта сделки;
- 2) доказана целесообразность выбора равновесной стоимости и дополнено ее дефиниция, что позволило выбрать и обосновать факторы создания стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения;
- 3) расширена система показателей для анализа создания стоимости бизнеса на основании разработанной классификации сделок слияния и поглощения. В частности, добавлены такие показатели, как рентабельность долгосрочных заемных средств и показатели соотношения требуемой и фактической доходности на собственный капитал;
- 4) 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. Данная модель позволяет количественно учесть в стоимости компании финансовые и нефинансовые риски;
- 5) предложена методика для анализа создания стоимости бизнеса для ключевых заинтересованных сторон инвестиционной сделки в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном периодах.

По результатам проведенного анализа можно сказать, что российский рынок M&A, равно как и мировой, испытывает определенное давление,

вызванное не самыми благоприятными факторами, включая эпидемиологическую и геополитическую составляющие. Тем не менее, в период 2021 г. по 1 квартал 2022 г. наблюдалось некоторое оживление рынка.

Основная тенденция – увеличение количества сделок на рынке с уменьшением их суммы. По – прежнему, лидером на протяжении всего анализируемого периода оставался нефтегазовый сектор и добывающая промышленность.

Вместе с тем, определенную активность начинают проявлять технологические компании, увеличилось количество сделок между сторонами из разных отраслей. Перспективы дальнейшего развития российского и мирового рынка сегодня зависят напрямую от геополитической ситуации и регуляторных процедур.

Таким образом, можно отметить, что на процесс создания стоимости компании в сделках слияния и поглощения оказывают влияние не только финансовые, но также и нефинансовые факторы создания стоимости, которые впоследствии используются в качестве основных критериев эффективности сделок.

Отбор и анализ факторов создания стоимости стоит начинать с понимания типа сделок, поскольку он напрямую влияет на стратегию реализации сделки.

Типы сделок могут классифицироваться по различным основаниям. Выявление типа сделки оказывает существенное влияние на выбор стратегии реализации цели и тип инвестора, заинтересованного в самой сделке.

Также тип сделки влияет на выбор интеграции компании после заключения сделки. Так, вертикальная интеграция требует меньше процедур вхождения в контур нового бизнеса так, как практически не затронуты основные линейные бизнес-процессы, а интересы ключевых стейкхолдеров практически не пересекаются и не противоречат друг другу.

Горизонтальная интеграция требует максимально продуманных и эффективных процедур оптимизации-бизнес процессов в связи с тем, что они

сильно видоизменяются, могут возникать корпоративные конфликты, конфликт интересов ключевых заинтересованных сторон, могут появиться подразделения с дублирующими функциями и др. При осуществлении сделки портфельным инвестором, который часто является тактических, также не требуются серьезные интеграционные мероприятия.

Основным мотивом вхождения в сделку и выходя из нее для такого инвестора станет краткосрочная создаваемая доходность и дивидендная политика компании. При приобретении бизнеса, доли в капитале или их части институциональным инвестором главным вопросом является подготовка, заранее составленного плана выхода из инвестиций по истечении некоторого периода времени.

Основная часть исследований, посвященная проблемам анализа создания стоимости при реализации сделок, делает упор на то, что сделки для покупателя практически никогда не бывают выгодными. В то время, как продавец всегда эту выгоду извлекает. На основе проведенного исследования результатов сделки в нефтегазовой отрасли методом анализа события нельзя согласится полностью с данным утверждением.

Краткосрочная создаваемая средняя аномальная доходность компаний-покупателей на выбранном окне события для 16 компаний из 30 показала положительное значение, что свидетельствует о том, что рынок создал для инвестора положительный прирост краткосрочной доходности в качестве реакции на объявление о сделке. Данный результат не отвергает того факта, что продавец всегда находится в более выигрышном положении на рынке по сравнению с покупателем.

Данная ситуация свидетельствует о том, что, примерно, 50% процентов сделок для покупателя не дают ожидаемого положительного эффекта в краткосрочном периоде, по мнению рынка. К тому же, на ожидания рынка могут повлиять также сторонние факторы как тип передаваемых активов, сохраняемая доля, история взаимоотношения продавца и покупателя, опыт реализации у них успешных совместных сделок, необходимость дальнейших

интеграционных процедур по результатам сделки.

Ограничения, связанные с применением метода событий связаны, в первую очередь, с тем, что его применение доступно для публичных компаний, прошедших листинг на одной из мировых фондовых бирж (Московская биржа, Нью-Йоркская биржа, NASDAQ и др.), а также не всегда рынок способен дать корректную оценку результатам и потенциалу сделки. Для нивелирования данных недостатков рекомендуется использовать в совокупности с методом анализа события и анализ финансовой отчетности за период до реализации сделки и 2-3 периода после реализации в динамике. Выбор анализируемых факторов создания стоимости зависит от цели сделки, индустрии и доступности информации.

Однако существует ряд ключевых метрик, которые должны быть в фокусе внимания вне зависимости от вышеуказанных факторов: коэффициент маневренности, показатель платежеспособности, показатель автономии и левериджа, а также показатели рентабельности и ликвидности.

При всех достоинствах и преимуществах применения метода анализа финансовой отчетности данные, которые рассчитываются - это история, и возможная убыточность и неэффективность сделки может быть выявлена только через некоторое время после ее реализации, что затрудняет принятие оперативного решения по ней.

В этой связи, в работе предложена и построена прогнозная финансовая модель публичной компании – покупателя и на прогнозном интервале рассчитаны ключевые показатели маржинальности компании в прогнозные динамики для прогнозирования эффективности функционирования компании после продажи части своих активов.

В результате был сделан вывод о том, что в долгосрочной перспективе компания демонстрирует положительные показатели эффективности и маржинальности своей деятельности практически по всем показателям на протяжении прогнозного периода. А также компания смогла уменьшить свою финансовую зависимость уже в первые годы после сделки. Таким образом,

ождается, что в результате сделки компания-продавец улучшит свое положение, рентабельность и устойчивость.

Таким образом, хочется отметить, что процесс анализа сделок слияния и поглощения - долгий и сложный процесс, требующий комплексной методологии: реакция рынка должна быть подтверждена анализом исторических данных (ретроспективных), а ретроспективные данные должны быть использованы для построения перспективных будущих прогнозов.

Список литературы

Книги

1. Брейли, Р.А. Принципы корпоративных финансов : учебник / Р.А. Брейли, С.К. Майерс. – Москва : Издательство Юнити-Дана, 2017. – 1011 с. - ISBN 978-5-8853-5185-0.
2. Брусов, П.Н. Финансовая математика : учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. – Москва : Издательство ИНФРА-М, 2014. – 304 с.- ISBN 978-5-406-02780-6.
3. Бусов, В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник / В.И. Бусов, О.А. Землянский. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. - 522 с. - ISBN 978-5-534-07502-1.
4. Готманн, А. Руководство для инвестиционных банкиров : учебное пособие / А. Готманн. – Нью-Йорк : Издательство Колумбиан Университи Пресс, 2016. – 446 с. - ISBN 978-1-118-49436-3.
5. Григорьева, Т.И. Финансовый анализ для менеджеров: оценка, прогноз : учебник для магистров / Т.И. Григорьева. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. - 486 с. - ISBN 978-5-534-02323-7.
6. Грязнова, А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров. – Москва : Издательство Интерреклама, 2003. – 544 с. – ISBN 5-8137-0094-3.
7. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов : учебник / А. Дамодаран. – Москва : Издательство Альпина Бизнес Букс, 2016. – 291 с. – ISBN 978-5-9614-2363-1.
8. Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – Москва : КноРус - 2008. - 438 с. - ISBN 978-5-406-00709-9.
9. Касьяненко, Т.Г. Оценка стоимости бизнеса / Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова. – Москва : Юрайт, 2014. - 411 с. –

ISBN 978-5-9916-2365-0.

10. Кобозева, Н.В. Противодействие легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма в аудиторской деятельности / Н.В. Кобозева. – Москва : Издательство Инфра-М, 2015. - 128 с. – ISBN 978-5-9776-0215-0.

11. Ковалев, В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели : учебное пособие / В.В. Ковалев. - Москва : Издательство Проспект, 2018. – 880 с. – ISBN 978-5-392-20894-4.

12. Ковалев, В.В. Финансовый учет и анализ: концептуальные основы / В.В. Ковалев. - Москва : Издательство Финансы и статистика, 2018. - 720 с. – ISBN 5-279-02732-4.

13. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – Москва : Издательство ЗАО «Олимп - Бизнес», 2005. – 576 с. – ISBN 5-901028-98-8.

14. Коупленд, Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Т. Коупленд, А. Долгофф. - Москва : Издательство «Эксмо», 2009. – 382 с. - ISBN 978-5-699-29475-6.

15. Леонтьев, В.Е. Корпоративные финансы : учебник / В.Е. Леонтьев. – Люберцы : Издательство Юрайт, 2016. - 349 с.– ISBN 978-5-9916-2988-1.

16. Лоуренсе, А. Корпоративные финансы: подходы и финансовые инструменты для оценки компании и корпоративного управления / А. Лоуренсе. - Нью-Джерси : Wiley, 2017. – 976 с. – ISBN 9780470161104.

17. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент. Часть 1 : учебное пособие / И.Я. Лукасевич. - Москва : Издательство ЮРАЙТ, 2017. - 377 с. – ISBN 978-5-534-03726-5.

18. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент. Часть 2 : учебное пособие / И.Я. Лукасевич. - Москва : Издательство ЮРАЙТ, 2017. – 394 с. – ISBN 978-5-534-03728-9.

19. Любушин, Н.П. Финансовый анализ : учебное пособие /

Н.П. Любушин. - Москва : Издательство Эксмо, 2018. – 575 с. – ISBN 978-5-238-01745-7.

20. Масленникова, О. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / О. Масленникова. - Москва : КноРус, 2017. – 288 с. – ISBN 978-5-406-03168 - 1.

21. Мельник, М.В. Бухгалтерский учет в коммерческих организациях : учебное пособие / М.В. Мельник. - Москва : Форум, НИЦ ИНФРА-М, 2016. - 480 с. - ISBN 978-5-00091-146-4.

22. Орлов, С.Н. Внутренний аудит в современной системе корпоративного управления компанией / С.Н. Орлов. - Москва : ИНФРА-М, 2015. - 284 с. – ISBN 978-5-16-010044-9.

23. Павлова, Л.Н. Операции с корпоративными ценными бумагами. Практическое руководство по управлению, бухгалтерскому учету и аудиту / Л.Н. Павлова. – Москва : Бухгалтерский бюллетень, 1997. – 268 с. – ISBN 978 - 5-16-015736-8.

24. Пласкова, Н.С. Стратегический и текущий экономический анализ. Полный курс MBA / Н.С. Пласкова. – Москва : ЭКСМО, 2015. – 637 с. – ISBN 978-5-699-40052-2.

25. Рассказов, С.В. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании : учебное пособие / С.В. Рассказов, А.В. Рассказова. – Москва : Издательство «Ютаc», 2006. - 132 с. – ISBN 5-91185-009-8.

26. Рогова, Е.М. Финансовый менеджмент : учебник для бакалавров / Е.М. Рогова, Е.А. Тимченко. - Москва : Юрайт, 2012. - 540 с.- ISBN 978 - 5 - 9916 - 2030-7.

27. Розенбаум, Дж. Инвестиционный банкинг : оценка, слияние и приобретение : учебник / Дж. Розенбаум. – Москва : Эксмо, 2016. – 499 с. – ISBN 978-1-118-28125-3.

28. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы : учебник для бакалавров / Т.В. Теплова. - Москва : Юрайт, 2017. - 655 с. – ISBN 978-5-9916-2163-2.

29. Тирел, Ж. Теория корпоративных финансов : учебник /

Ж. Тирел. – Лондон : Oxford University Press, 2018. - 657 с. – ISBN 978 - 0 - 691 - 12556-2.

30. Тютык, О.В. Корпоративный менеджмент. Рынок корпоративного контроля: слияния и поглощения компании : учебное пособие / О.А. Тютык. – Пермь : Ирень, 2019. – 121 с. – ISBN 978-5-7944-3299-2.

31. Устюжанина, Е.В. Корпоративные финансы : учебник / Е.В. Устюжанина. - Москва : Дело, 2017. - 756 с. - ISBN 978-5-7749-0496-9.

32. Черненко, А.Ф. Анализ финансовой отчетности : учебное пособие / А.Ф. Черненко. - Ростов–на-Дону, 2017. – 538 с. – ISBN 978-5-222-16756-4.

33. Шевцов, Г.С. Финансовый учет и анализ: концептуальные основы / Г.С. Шевцов. - Москва : Финансы и статистика, 2016. - 720 с. - ISBN 978-5-279-02732-3.

34. Эскиндаров, М.А. Корпоративные финансы : учебник / М.А. Эскиндаров, М.А. Федотова. - Москва : Кнорус, 2016. – 480 с. – ISBN 978-5-406-04879-5.

Нормативно-правовые акты

35. Российская Федерация. Законы. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ : [принят Государственной Думой 16 июля 1998 года]. – Москва : СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 11.07.2022).

36. Российская Федерация. Законы. Гражданский Кодекс Российской Федерации (часть вторая) : ГК : [принят Государственной Думой 22 декабря 1995 года]. – Москва : СПС «Гарант». – Текст : электронный. - URL: <https://base.garant.ru/10164072/> (дата обращения: 16.11.2022).

37. Российская Федерация. Законы. Виды стоимости : Федеральный стандарт оценки II : [введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 14.04.2022 № 200 н]. – Москва : СПС

Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – Текст : электронный. – URL: <https://docs.cntd.ru/document/350260562> (дата обращения: 19.12.2022).

Статьи

38. Авдашева, С.Б. Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? / С.Б. Авдашева // Российский журнал менеджмента. - 2005. - № 1. Том 3. – С. 3-26. – ISSN 1729-7427.

39. Акобян, Т.А. Зарубежный опыт формирования методологических основ доходного подхода к оценке стоимости бизнеса / Т.А. Акобян // Инновационная наука. - 2016. - № 4-1. - С. 8-9. - ISSN 2410-6070.

40. Богданчук, В.С. Оценка влияния слияний и поглощений на стоимость европейских банков / В.С. Богданчук, А.В. Василевский // Журнал Белорусского государственного университета. Экономика. - 2017. - № 1. – С. 117-125. – ISSN 2617-7919.

41. Бровкин, А.В. Сравнительный анализ методов оценки эффективности международных сделок слияний и поглощений / А.В. Бровкин // Экономика: вчера, сегодня, завтра. - 2018. - № 8А. Том 8. - С. 165-172. – ISSN 2222-9167.

42. Буркальцева, Д.Д. Анализ подходов к оценке стоимости бизнеса в России / Д.Д. Буркальцева, А.Ю. Новикова // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. - 2015. - № 3. - С. 15-17. – ISSN 2312-5330.

43. Буркальцева, Д.Д. Особенности затратного подхода в оценке стоимости бизнеса / Д.Д. Буркальцев, А.Ю. Новиков, В.В. Тыж // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. - 2015. - № 4. - С. 16-21. - ISSN 2312 - 5330.

44. Владимирова, И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - № 1. – С. 27-48. – ISSN 1028-5857.

45. Генералов, Д.А. Сравнительная характеристика подходов к оценке

стоимости бизнеса / Д.А. Генералов, Ю.А. Герасина // Экономические системы. - 2017. - № 3. - С. 45-49. – ISSN 2309-2076.

46. Гончарова, И.В. Анализ ликвидности и платежеспособности, как основа эффективного управления предприятием / И.В. Гончарова // Образование и наука без границ: социально-гуманитарные науки – 2017. – № 8. – С. 152-155. – ISSN 2500-2279.

47. Горбунова, Н.А. Информационное обеспечение оценки стоимости бизнеса предприятия / Н.А. Горбунова, Н.Н. Горсткина // Проблемы экономики и менеджмента. - 2015. - № 5. - С. 127-131. – ISSN 2223-5213.

48. Григорьева, С.А. Финансовые исследования стратегий диверсификации на развитых и растущих рынках капитала / С.А. Григорьева // Корпоративные финансы. - 2007. - № 1. - С. 111–144. – ISSN 2073-0438.

49. Григорьева, С.А. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала / С.А. Григорьева, П.В. Троицкий // Журнал «Корпоративные финансы». - 2012. - № 3 (23) – С. 31-43. – ISSN 2073-0438.

50. Джалал, А.К. Финансово-экономическая сущность доходного подхода к оценке стоимости бизнеса / А.К. Джалал, Т.А. Аюбян // Инновационные технологии в науке и образовании. - 2016. - № 1-2. - С. 166-168. – ISSN 2413-3981.

51. Дзокаева, З.М. Стоимость бизнеса как экономическая категория и основной критерий оценки стратегии развития / З.М. Дзокаева, В.М. Вазагов // Финансовые исследования. - 2017. - № 4. - С. 133-138. – ISSN 1991-0525.

52. Еремеева, Г.С. Значение оценки стоимости бизнеса для повышения эффективности стратегического управления компанией / Г.С. Еремеева, А.А. Еремеев // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. - 2015. - № 4-1. - С. 205-208. - ISSN 2073-0071.

53. Запорожский, А.И. Оценка деятельности: новый взгляд / А.И. Запорожский, И.В. Ивашковская // Журнал «Управление компанией» - 2006. - С. 123. - № 3. - ISSN 2310-1172.

54. Захаренкова, Н.А. Проблемы учета фактора риска в оценке стоимости бизнеса / Н.А. Захаренкова // Таврический научный обозреватель. - 2016. - № 5-1. - С. 92-95. – ISSN 2412-9356.

55. Золотарева, Е.В. Сущность оценки стоимости бизнеса / Е.В. Золотарева // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. - 2015. - № 2-1. - С. 164-166. – ISSN 2073-0071.

56. Зубарик, В.С. Виды финансового анализа в оценке бизнеса методами доходного потока / В.С. Зубарик // Вектор экономики. - 2017. - № 12. - С. 56. – ISSN 2500-3666.

57. Ибрагимов, Р.Г. Управление по стоимости как система менеджмента / Р.Г. Ибрагимов // Менеджмент в России и за рубежом - 2004. - № 6. - С. 93. – ISSN 1028-5857.

58. Ивашковская, И.В. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере стран БРИК / И.В. Ивашковская, С.А. Шамраева, Е.Е. Григориади // Экономический журнал Высшей Школы Экономики. - 2009. - № 3. - С. 360-382. – ISSN 1813-8691.

59. Ивашковская, И.В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты / И.В. Ивашковская, Е.Б. Кукина // Корпоративные финансы. - 2019. - № 2 (14). – С. 103–108. - ISSN 2073-0438.

60. Карцев, А.А. К вопросу оценки стоимости бизнеса на основе доходного метода / А.А. Карцев, Н.В. Дорохина // Региональный вестник. - 2017. - № 1. - С. 35-37. – ISSN 1998-5754.

61. Кукушкин, П.А. Сущность и роль предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений / П.А. Кукушкин // Вестник университета. – 2018. - № 6. – С. 136-139. - ISSN 2686-8415.

62. Логовеев, А.А. Анализ и сравнение методов прогнозирования денежных потоков при оценке стоимости бизнеса / А.А. Логовеев, Л.Ф. Метиева // Научные записки молодых исследователей. - 2015. - № 6. – С. 36-43. - ISSN 2309-1193.

63. Меньшиков, Е.В. Способы Финансирования сделок слияний и поглощений: теоретические основы / Е.В. Меньшиков // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2021. – № 6-2. – С. 213-219. – ISSN 1818-4057.

64. Назарова, В.В. Сделки слияний и поглощений: мотивы и факторы / В.В. Назарова // Финансовый менеджмент. - 2016 - № 6. - С. 51-60. – ISSN 1607-968X.

65. Нестеренко, Н.Ю. Комплексная оценка эффективности слияний и поглощений / Н.Ю. Нестеренко // Проблемы современной экономики. – 2016. - № 3. – С. 71-75. – ISSN 1818-3409.

66. Осипов, М.А. Использование концепции экономической добавленной стоимости (EVA™) для оценки деятельности компании / М.А. Осипов // Российское предпринимательство. - 2011. - № 9. Том 1. – С.15-19. – ISSN 1994-6937.

67. Партин, И.М. Зависимость оценки стоимости компаний в сделке M&A от типа компании-покупателя / И.М. Партин // Корпоративные финансы. - 2012. - № 2 (22). – С. 37-38. - ISBN 978-5-7638-3374-4.

68. Пименова, Е.М. Эволюция подходов к проведению экономического анализа при оценке стоимости предприятия (бизнеса) / Е.М. Пименова // Экономика и управление собственностью. - 2015. - № 1. - С. 63-67. – ISSN 2072-9324.

69. Разманова, С.В. Анализ эффективности транснациональных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала / С.В. Разманова // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. – 2016. - № 3. – С. 20-37. – ISSN 2542-226X.

70. Рассказова, А.Н. Экономическая добавленная стоимость как метод управленческого консалтинга / А.Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. - 2003. - № 2. – С. 1213. – ISSN 1607-968X.

71. Рахматуллина, А.Р. Факторы, оказывающие влияние на оценку стоимости бизнеса / А.Р. Рахматуллина, Р.Н. Серемина // Наука XXI века: актуальные направления развития. - 2016. - № 1. Том 1. – С. 515-516. –

ISBN 978-5-94622-529-8.

72. Рогова, Е.М. Роль слияний и поглощений в технологическом трансфере российских промышленных предприятий / Е.М. Рогова // Проблемы экономки и управления нефтегазовым комплексом. - 2013. - № 12. - С. 8-14. - ISSN 1999-6942.

73. Салимов, Г.К. Особенности подходов к оценке стоимости бизнеса / Г.К. Салимов // Символ науки. - 2016. - № 7. Том 1. - С. 71-74. - ISSN 2410 700X.

74. Ситник, П.Е. Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний / П.Е. Ситник // Корпоративные финансы. - 2008. - № 4. - С. 114-121. - ISSN 2073-0438.

75. 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.

76. 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).

77. 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.

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

79. 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).

80. Темукуева, Ж.Х. Теоретические аспекты анализа факторов создания инвестиционной стоимости компании в сделках по слиянию и поглощению / Б.А. Шогенов, Ж.Х. Темукуева // 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.

81. Темукуева, Ж.Х. Проблемы понимания эффекта синергии в сделках по слиянию и поглощению / Б.А. Шогенов, Ж.Х. Темукуева // 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.

82. 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.

83. 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.

84. Темукуева, Ж.Х. Подходы к анализу эффективности сделок слияний и поглощений: преимущества и недостатки / Ж.Х. Темукуева //

Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. - 2023. - № 2. – С. 285-287. - ISSN 2412-883X.

85. 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.

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

87. Щербакова, О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости / О.Н. Щербакова // Финансовый менеджмент. - 2003. - № 3. – С. 132-136. – ISSN 1607-968X.

Электронные ресурсы

88. Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbr.ru/> (дата обращения: 23.09.2022). – Текст : электронный.

89. Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <http://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 16.12.2022). – Текст : электронный.

90. Информационный ресурс СПАРК : [сайт]. – Москва, 2022. – Обновляется в течение суток. – URL: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения 20.12.2022). – Текст : электронный.

Источники на иностранном языке

91. Anand, J. Absolute and relative resources as determinants of international

acquisitions / J. Anand, A. Delios // *Strategic Management Journal*. – 2002. – № 2. Tom 23. – С. 119-134. – ISSN 0143-2095.

92. Barber, B.M. Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test-statistics / B.M. Barber, J.D. Lyon // *Journal of Financial Economics*. – 1996. - № 4. – С. 341-342. – ISSN 0304-405X.

93. Biddle, G.C. Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values / G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace // *Journal of Accounting and Economics*. – 1997. - № 24. - P. 301–336. – ISSN 0165-4101.

94. Capron, L. Acquisitions of private versus public firms: Private information, target selection and acquirer returns / L. Capron // *Strategic Management Journal*. - 2007. – № 28 (9). - P. 891–911. – ISSN 1097-0266.

95. Davis, H.A. Cash Flow and Performance Measurement: Managing for Value / H.A. Davis // A publication of Financial Executives Research Foundation, Inc. - 1996. - № 1. – P. 119-124. – ISSN 2310-1172.

96. Dennis, Sc. The relevance of Discounted Cash Flow (DCF) and Economic Value Added (EVA) for the valuation of banks / Sc. Dennis. - 2007. - № 8. – P. 1350. - ISSN 363870-2618.

97. Eckbo, E.B. Gains to Bidder Firms Revisited domestic and Foreign Acquisitions in Canada / E.B. Eckbo // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. - 2000. - № 35 (1). – С. 1-25. – ISSN 1756-6916.

98. Girotra, A. Economic Value Added (EVA): A New Flexible Tool for Measuring Corporate Performance / A. Girotra, S.S. Yadav // *Global Journal of Flexible Systems Management*, 2001. - № 3. – P. 200–220.- ISSN 0972-2696.

99. Healy, P.M. Does corporate performance improve after mergers? / P.M. Healy, K.G. Palepu, R.S. Ruback // *Journal of Financial Economics*. - 1992. - № 31. – С. 135-175. – ISSN 0304-405X.

100. Herman, E. The efficiency effects of hostile takeovers / E. Herman, L. Lowenstein // Oxford University Press. - 2008. – № 9. - P. 99. – ISSN 1899-3192.

101. Huyghebaert, N. Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions / N. Huyghebaert,

M. Luypaert // N. Y. : Applied Economics. - 2013. - № 45. - P.1819–1833. – ISSN 1466 - 4283.

102. Knight, J. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value / J. Knight. - N. Y. : McGraw-Hill. – 1998. – 234 p. – ISBN 078631-1339.

103. Koller, T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. - Montreal : John Wiley & Sons, Inc. - 2005. - 730 p.- ISBN 111961-0885.

104. Larsson, R. Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization / R. Larsson, S. Finkelstein // Organization science. - 1999. - № 10 (1). - C. 1-26. – ISSN 1526-5455.

105. MacKinlay, C.A. Event studies in economics and finance / C.A. MacKinlay // Journal of economic literature. – 1997. - № 1. Volume 35. – C. 13-39. - ISSN 0022-0515.

106. Madden, B.J. The CFROI Valuation Model / B.J. Madden. – Oxford : Butterworth-Heinemann. - 1999. - 356 p. – ISBN 0750638656.

107. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller // American Economic Review. 1958. - № 3. - pp. 261-297. – ISSN B018IJ-CKHU.

108. Moeller, S.B. Firm size and the gains from acquisitions / S.B. Moeller, F.P. Schlingemann, R.M. Stulz // Journal of Financial Economics. - 2004. - № 73. – C. 201–228. – ISSN 0304-405X.

109. Morin, R. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / R. Morin, S. L. Jarell. - N. Y. : McGraw-Hill.– 2021. - P. 132-135. – ISBN 0071359583.

110. Ottoson, E. Cash Value Added – a new method for measuring financial performance / E. Ottoson, F. Weissenrieder // Study. – 1996. - № 1. Sweden. - P. 10. – ISSN 1818-4057.

111. Powell, R. G. Does Operating Performance Increase Post-takeover for

UK Takeovers? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks / R.G. Powell, A.W. Stark // Journal of Corporate Finance, 2005. - № 11. - C. 293-317. – ISSN 1872-6313.

112. Rappaport, A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance / A. Rappaport // N. Y. : Free Press - 1986. – 270 p. – ISBN 0-02-925720-4.

113. Stern, J.M. The EVA challenge: implementing value added change in an organization / J.M. Stern, J.S. Shiley, I. Ross // Montreal : John Wiley&Sons, Inc. - 2001. - 250 p. - ISBN 978-0-471-47889-8.

114. Stewart, G.B. The Quest For Value: the EVA Management Guide / G.B. Stewart // N. Y. : Harper Business. - 1991. - 285 p. – ISBN 978-0-887-3041-87.

115. Stewart, T.A. Your Company's Most Valuable Asset: Intellectual Capital / T.A. Stewart // Fortune. – 1994. - №. 3. - P. 68-74. – ISBN 978-5-9763-0010-1.

116. Sudarsanam, S. Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers / S. Sudarsanam, A. Mahate // British Journal of Management. - 2006. – № 5. Volume 17. – C. 7–30. – ISSN 1467-8551.

117. Sullivan, P.H. Value-Driven. Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate Assets into Market Value / P.H. Sullivan // Montreal : John Wiely&Sons. - 2000. - 326 p. - ISBN 978-0-471-47889-8.

118. Walker, M.M. Corporate Takeovers, Strategic Objectives and Acquiring-Firm Shareholder Wealth / M.M. Walker // Financial Management. - 2000. - № 29. – P. 53-66. – ISSN 0046-3892.

119. Walsh, C. Key Management Ratios / C. Walsh // London : Prentice Hall. - 2003. - 375 p. – ISBN 978-0-273-74212-8.

120. Weissenrieder, F. Value-Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? / F. Weissenrieder // Modern Economy. - 1997. - № 3. - P. 11-42. – ISSN 2152-7261.

121. Yook, K. Estimating EVA using Compustat PC Plus / K. Yook // Financial Practice and Education Fall-Winter. – 1999. - № 9 (2). - P. 33–37. – ISSN 1082-0698.

Приложение А
(информационное)

Избыточные доходности компаний - покупателей на окне события

Таблица А.1 - Избыточные доходности компаний - покупателей на окне события (перед событием)

В процентах

Компания/День	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9	-10
Chord Energy Corp.	-8,73	-4,05	-1,67	-5,07	-4,38	-5,27	-9,16	-3,59	-8,91	-5,91
Civitas Resources, Inc.	-0,21	6,64	-0,91	-2,89	1,49	-1,84	4,21	-3,58	-2,03	1,77
Clontarf Energy plc	4,69	3,41	-9,37	-0,5	-3,42	-4,73	-0,82	4,89	0,02	-14,31
Comet Ridge Ltd	-0,06	0,18	0,25	0	0,2	0,25	-0,07	-0,08	-0,33	0,13
Conoco Phillips	-0,72	-0,21	-1,48	0,6	-5,44	3,98	0,73	-0,03	-0,89	0,55
Crestwood Equity	0,17	-0,86	-2,32	2,57	-0,93	-1,25	-1,09	0,86	1,04	0,86
DCP Midstream LP	-1,33	-3,48	2,49	-4,14	-0,14	-0,38	0,36	0,85	3,28	0,28
Devon Energy Corporation	2,68	0,37	0,74	0,02	-0,13	-0,01	0,03	1,05	-0,76	-1,24
Dorchester Minerals, LP	-0,65	-0,11	0,64	-0,26	2,23	-0,11	-0,98	0,22	-0,22	1,71
Equinor ASA	1,22	0,31	-1,31	0,24	-1,24	1,69	0,18	-0,02	-1,16	0,6
Evolution Petroleum Corporation	-0,88	0,16	-5,75	1,04	-2,45	1,85	2,65	5,03	-3,44	-1,12
HighPeak Energy, Inc.	-10,62	-10,49	13,41	5,18	-1,41	0,41	6,59	5,52	26,28	2,24
Hubei Chutian Smart Communication Co., Ltd.	-0,16	-1,32	0,55	-0,56	-1,74	-0,82	-1,18	-1,15	3,59	-2,24
Lamb Weston Holdings, Inc.	0,42	2,97	0,1	-0,6	0,88	-1,76	0,58	3,58	1,94	2,2
PDC Energy, Inc.	8,47	-0,86	1,13	2,24	-2,3	-1,58	-1,6	-1,94	2,35	2,63
Petro Rio S.A.	1,23	0,89	-0,27	3,17	-1,27	-2,43	-3,67	-0,06	4,96	-3,1
ПАО ЛУКОЙЛ	-0,39	0,45	-1,21	2,05	1	-0,49	-2,4	-0,52	3,81	0,31
PrairieSky Royalty Ltd.	-2,44	-0,36	0,93	1,77	1,16	-2,7	-2,18	-2,54	1,43	1,38
PT Medco Energi Internasional Tbk	0,68	-1,28	-4,67	-1,31	-2,01	-0,5	0,39	2,63	-0,37	2,65
Ranger Oil Corporation	-17,04	10,27	-2,75	-3,2	3,47	-1,43	-0,5	1,96	1,37	-6,89
Saturn Oil & Gas Inc.	-0,79	-16,33	7,54	-0,65	0,08	0,27	0,97	-0,31	1,04	-8,23
Sintana Energy Inc.	1,38	1,24	1,34	-6,7	1,33	1,28	1,24	1,17	9,17	1,28
Southwestern Energy Company	-0,88	0,31	1,37	-0,34	-0,57	0,26	-1	0,57	0,15	0,08
Tamarack Valley Energy Ltd.	15,33	8,46	5,86	-2,33	-0,26	4,5	-2,7	5,75	-0,27	-8,05
Valeura Energy Inc.	-2,32	-0,1	0,75	0,51	-2,39	-2,11	-0,06	-2,26	-1,97	-0,29

Источник: составлено автором [76].

Таблица А.2 - Избыточные доходности компаний - покупателей на окне события (в момент и после события)

В процентах

Компания/День	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	μ
Chord Energy Corp.	-4,98	-8,06	-1,24	-8,94	-6,93	-6,66	-9,49	-2,72	-13,18	-6,88	-1,65	-6,07
Civitas Resources, Inc.	-1,68	-1,64	1,19	-0,04	-0,08	-0,76	-0,58	-1,39	-0,36	-4,09	2	-0,23
Clontarf Energy plc	75,37	-7,12	6,96	2,84	-0,06	0,24	-3,07	-7,5	-8,02	-0,11	-0,87	1,83
Comet Ridge Ltd	0	0,05	-0,33	0,2	-0,16	-0,08	0,11	0,08	-0,2	0,26	-0,17	0,01
Conoco Phillips	-2,49	-0,62	0,04	-1,31	0,26	-0,4	-1,5	0,04	-1,70%	0,31	-0,58	-0,52
Crestwood Equity	1,22	-3,73	-1,12	-0,64	-0,27	1,73	-2,14	2,24	1,45	-0,08	-0,74	-0,14
DCP Midstream LP	-1,07	2,2	0,64	-0,07	-0,83	-3,24	2,51	0,75	0,25	1,1	0,05	0
Devon Energy Corporation	1,67	2,74	1,29	0,28	1,3	0,39	0,82	0,57	-2,29	1,13	0,96	-0,03
Dorchester Minerals, LP	-0,28	-1,4	0,86	-3,89	-4,06	6,19	-0,91	1,9	-0,82	-4,42	2	-0,11
Equinor ASA	1,7	-1,49	-0,48	-0,24	-0,68	2,05	1,26	0,94	0,48	2,41	-0,76	0,27
Evolution Petroleum Corporation	2,07	5,14	4,63	8,41	4,68	-2,5	1,78	-2,68	5,57	-2,92	5,52	1,27
HighPeak Energy, Inc.	3,43	-6,42	-7,59	-1,91	2,6	0,49	0,9	-3,19	-1,78	-1,46	6,32	1,36
Hubei Chutian Smart Communication Co., Ltd.	0,41	0,7	-2,29	0,46	-0,93	0	0,18	0,5	-0,42	0,54	-1,52	-0,35
Lamb Weston Holdings, Inc.	1,46	0,2	-0,33	-0,34	-1,37	1,32	-0,81	-0,95	1,61	-0,26	0,96	0,56
PDC Energy, Inc.	2,13	-1,9	-1,14	2,27	-2,16	-3,33	3,45	-1,22	-1,71	3,01	-0,13	0,37
Petro Rio S.A.	26,17	0,15	-5,28	5,43	4,96	2,13	-1,23	3,68	-5,4	0,22	7	1,78
ПАО ЛУКОЙЛ	-1,99	1,68	-2,06	-0,31	-2,05	-0,33	0,37	-1,15	0,25	-1,37	-0,98	-0,25
PrairieSky Royalty Ltd.	-4,14	4,51	-1,06	-3	2,04	-0,97	-0,82	0,53	1,49	0,38	-1,34	-0,28
PT Medco Energi Internasional Tbk	0,95	2,03	0,71	0,21	-0,99	-0,43	-1,15	-1,27	0,45	-1,77	2,1	-0,14
Ranger Oil Corporation	-5,85	-1,68	-3,37	7,2	1,02	-4,12	4,23	-12,79	-1,22	-6,52	6,05	-1,51
Saturn Oil & Gas Inc.	-0,08	0,78	36,81	-1,4	5,82	-0,02	5,22	0,63	0,18	15,33	0,08	2,24
Sintana Energy Inc.	70,45	9,36	1,37	-19,76	5,83	1,11	1,21	-8,21	1,21	11,08	-8,25	3,72
Southwestern Energy Company	-0,59	-0,14	-0,17	-0,2	0,5	-0,13	1,67	-0,19	-0,74	0,49	0,35	0,04
Tamarack Valley Energy Ltd.	-0,68	0,73	-1,74	-0,13	2,76	-1,97	-3,88	2,3	-0,64	-0,52	0,43	1,09
Valeura Energy Inc.	8,83	1,59	18,68	-0,13	-0,77	-3,6	0,08	-6,95	-1,39	-3,8	0,16	0,12
Vista Energy, S.A.B. De C.V.	1,58	-0,07	3,76	5,64	0,44	-1,67	-1,47	1,12	-1,51	-4,31	1,17	-6,07
Whitcap Resources Inc.	-1,2	6,85	-0,93	-2,47	7,15	2,3	-5,79	1,45	-0,93	1,88	-0,16	-0,23
Продолжение Woodside Energy Group Ltd	0,77	1,16	-0,76	0,18	-1	1,46	1,76	-1,33	-0,12	-0,11	3,32	1,83
Zephyr Energy plc	4,82	-2	-0,03	-2,53	4,46	-3,2	-1,82	-3,21	-2,36	2,28	0,79	0,01
ПАО Роснефть	-6,01	8,85	-0,9	0,05	2,7	5,5	-3,97	4,66	1,43	-0,4	-0,95	-0,52

Источник: составлено автором [76].