

На правах рукописи



СЕМЕНОВ НИКОЛАЙ СЕРГЕЕВИЧ

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В
СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

**Специальность 08.00.10 –
Финансы, денежное обращение и кредит**

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва - 2021

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» на базовой кафедре финансовой и экономической безопасности.

Научный руководитель доктор экономических наук, доцент
Клевцов Виталий Владимирович

Официальные оппоненты **Блохина Татьяна Константиновна,**
доктор экономических наук, профессор, федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Российский университет дружбы народов», экономический факультет, кафедра «Финансы и кредит», профессор
Мануйленко Виктория Валерьевна,
доктор экономических наук, профессор, федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Северо-Кавказский федеральный университет», кафедра «Финансы и кредит», профессор кафедры

Ведущая организация Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Южный федеральный университет»

Защита состоится 18 мая 2021 года в 14:00 на заседании диссертационного совета Д 212.196.02 на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу; 117997, г. Москва, Стремянный пер., д.36, кор.3, ауд.353

С диссертацией можно ознакомиться в научно-информационном библиотечном центре имени академика Л.И. Абалкина ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, г. Москва, ул. Зацепа, д.43 и на сайте организации <http://ords.rea.ru>

Автореферат разослан 15 апреля 2021 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета Д 212.196.02  Маршавина Любовь Яковлевна

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования обусловлена высокой конкуренцией на российском рынке, глобальными процессами, сопровождающими развитие национальных экономических систем и оказывающими прямое воздействие на емкость рынка слияний и поглощений. Теоретические положения корпоративных финансов определяют основную цель функционирования компаний как максимизацию стоимости бизнеса. Для достижения этой цели в распоряжении компаний имеется мощный инструментально-методический аппарат оценки этой стоимости. В условиях снижающихся темпов роста национальных и мировой экономик, развертывания системы санкций и нарастания финансовой неопределенности очевидна необходимость развития методологии оценки стоимости бизнеса в различных сферах, в том числе на рынке слияний и поглощений. На глобальном рынке слияний и поглощений в 2019 году объем сделок составил 3,8 трлн долларов¹.

Посредством сделок M&A конкурентные преимущества достигаются за счет потенциально генерируемого синергетического эффекта. Однако эмпирические свидетельства, отражаемые в исследованиях консалтинговых компаний, не всегда подтверждают теоретическое положение о достижении эффекта синергии, поскольку около 70% сделок M&A являются неудачными и в процессе их реализации снижается стоимость бизнеса². Традиционные подходы к определению стоимости бизнеса в сделках M&A не дают точной оценки из-за предположения, что экономика устойчива и развивается линейно. Однако современная экономика нелинейна, экономическая среда быстро меняется, воздействуя на финансовые показатели

¹ Статистическая информация [Электронный ресурс]// Официальный сайт «Коммерсантъ»: - 2020. - Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/3849624> (Дата обращения: 18.09.2020)

² Статистическая информация [Электронный ресурс]// Официальный сайт «Вестник McKinsey»: - 2020. - Режим доступа: <http://www.vestnikmckinsey.ru> (Дата обращения: 18.09.2020)

деятельности компаний. Это, в свою очередь, затрудняет построение долгосрочных прогнозов финансовых показателей компаний.

Исследование сделок слияний и поглощений предлагается осуществлять на основе положений теории синергетической экономики, а недостижение эффекта синергии в большинстве случаев обуславливает необходимость развития методологии оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.

Таким образом, актуальность темы диссертации обусловлена высокой степенью конкуренции и значительным объемом рынка слияний и поглощений при низкой доле удачных сделок; потребностью в развитии методологии оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений для повышения эффективности таких сделок.

Степень научной разработанности проблемы

В развитие методологии оценки стоимости бизнеса весомый вклад внесли труды П. Белла, Ф. Блэка, С. Валдайцева, Р. Вестерфильма, Н. Герисимова, К. Гриффита, А. Грязновой, А. Дамодарана, П. Дешоу, Б. Джордана, И. Егерова, Д.А. Ендовицкого, И.В. Ивашковской, А.Р. Лажу, В. Лашхия, И.В. Косоруковой, М. Лимитовского, В. Меладзе, Дж. Ольсона, Ш. Пратта, С.И. Пучковой, С.Ф. Рида, И.И. Родионова, Ст. Росса, Р. Слоан, В.Е. Соболевой, Д.В. Тихомирова, М. Федотовой.

Вопросам роста стоимости бизнеса посредством слияний и поглощений посвящены научные исследования отечественных ученых: С.Б. Авдашевой, Т.К. Блохиной, С.В. Гвардии, Р.С. Гринберга, В.Е. Дементьева, Т.Г. Долгопятовой, Д.А. Ендовицкого, И.В. Ивашковской, В.В. Клевцова, В.В. Мануйленко, Я.Ш. Паппэ, А.Д. Радыгина, О.А. Романенко, В.Е. Соболевой, Т.В. Тепловой, М.А. Федотовой, И.С. Шиткиной, Р.М. Энтова.

Среди зарубежных ученых эти вопросы исследованы И. Ансоффом, Д. Бишопом, Дж. Галпиным, П. Гоханом, Д. Депамфилисом, М. Дженсенем,

Г. Динзом, С. Зайзелем, Ф. Крюгером, Р. Роллом, У. Стеджером, Ф. Эвансом.

Исследованию аспектов синергетических явлений в сделках M&A и достижению соответствующих финансовых результатов посвятили свои работы отечественные исследователи: В. Атопов, А. Антюфеев, Д. Аюров, В. Безденежных, Е. Галеева, Н. Галиярова, Р. Евстигнеев, Л. Евстигнеева, Д. Егоров, В. Кабанов, Б. Кузнецов, Е. Пугачева, С. Серегина, К. Соловьенко, Т. Трубицына.

Влияние метода реальных опционов на оценку стоимости компании отражено в трудах В. Антикарова, Ф. Бойера, А.И. Болвачева, Р. Брейли, М.А. Будылина, М.А. Лимитовского, Е.И. Музыка, О.В. Никулиной, В.С. Пекшевой, Дж. Роша.

Отдельные положения финансирования сделок слияний и поглощений, их эффективности раскрыты в исследованиях консалтинговых компаний: Ernst & Young, KPMG, PWC.

Отмечая высокую значимость данных исследований, недостаточно исследованы причины разрушения бизнеса в большинстве сделок слияний и поглощений, а существующие методики не дают точную оценку влияния реального опциона на стоимость бизнеса. Для снижения числа убыточных сделок и минимизации рисков компаний необходимо развитие методики оценки бизнеса в сделках M&A на основе метода использования опциона в начальной стадии оформления этих сделок.

Цель исследования состоит в развитии методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.

Цель работы обусловила необходимость постановки и решения следующих **задач**:

- разработать понятийный аппарат оценки стоимости бизнеса на основе метода реального опциона;

- развить методику оценки стоимости бизнеса посредством использования метода Монте-Карло;

- разработать методический подход к оценке стоимости бизнеса поглощающей компании, в частности, при оценке собственного капитала в сделках слияний и поглощений;

- определить возможность и целесообразность использования метода реальных опционов для оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений;

- разработать и эмпирически апробировать методику оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе применения метода реальных опционов.

Объектом исследования является стоимость бизнеса в сделках слияний и поглощений компаний.

Предметом исследования являются финансовые отношения, возникающие в процессе оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.

Соответствие темы диссертации требованиям паспорта специальности ВАК. Исследование выполнено в соответствии с п.5.3. «Теория и методология оценки стоимости бизнеса» Паспорта специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования являются фундаментальные и прикладные исследования зарубежных и отечественных ученых-экономистов, посвященные вопросам теории и методологии оценки стоимости бизнеса, корпоративных финансов, слияний и поглощений, синергетической экономики; исследования консалтинговых компаний и специализированных агентств в области слияний и поглощений. Для обоснования предложенных в диссертационном

исследовании результатов применялись методы анализа и синтеза; принципы системного, ретроспективного анализа; приемы эмпирического анализа, индуктивного и дедуктивного изучения.

Эмпирическую основу исследования составили:

- законодательные акты Российской Федерации и принятые на их основе нормативные документы по оценке стоимости бизнеса;
- статистические и аналитические материалы консалтинговых компаний за 2007-2020 годы в области слияний и поглощений;
- финансовые отчеты компаний (формы № 1-5);
- публикации в специальной периодической печати России и зарубежных стран по теме исследования.

Научная новизна диссертации состоит в развитии методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений с использованием метода реального опциона, позволяющего повысить маневренность компаний при осуществлении этих сделок.

Наиболее существенные результаты исследования, полученные лично соискателем и выносимые на защиту:

- сформирован категориальный аппарат исследования в части трактовки понятия «оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений» как процесса определения целесообразности этих сделок на основе анализа показателей эффективности деятельности компании в долгосрочной перспективе, расширяющий понятийный аппарат теории оценки стоимости бизнеса;
- с позиции особенностей синергетической экономики предложена система факторов (нелинейность, неустойчивость, «качественный скачок»), влияющая на прогнозные значения эффективности деятельности компаний и способствующая достижению синергетического эффекта при осуществлении сделок слияний и поглощений;

- модифицирован метод кумулятивного построения в оценке стоимости бизнеса путем перехода от качественной к количественной оценке дополнительных рисков, определения на этой основе рискованных премий, позволяющих снизить риски манипулирования стоимостью собственного капитала компаний и повысить качество оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений;

- адаптирован к процессу оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений подход на основе реальных опционов, премию по которому предложено определять на основе метода Монте-Карло, позволяющий расширить сферу применения реальных опционов, снизить затраты на проведение финансовых расчетов по сделкам M&A;

- разработана и эмпирически апробирована методика оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе применения реальных опционов, включающая модифицированный метод кумулятивного построения, метод Монте-Карло для расчета премии по опциону и позволяющая повысить маневренность компаний при осуществлении сделок слияний и поглощений и эффективность этих сделок.

Теоретическая значимость результатов исследования состоит в приращении научных знаний в области теории и методики оценки стоимости бизнеса, финансового менеджмента, корпоративных финансов. Результаты диссертации направлены на расширение представления об особенностях оценки стоимости бизнеса в сделках M&A, возможностях использования опциона в оценке бизнеса в этих сделках, процессе выбора целевой компании для осуществления сделок M&A, диагностировании потенциального синергетического эффекта, а также формирование основы для дальнейшего исследования вопросов оценки стоимости бизнеса и развития системы финансового менеджмента компаний на этой основе.

Практическая значимость результатов исследования состоит в возможности использования конкретных предложений менеджментом

компаний для финансового обоснования механизмов роста компании посредством сделок слияний и поглощений, развития ее финансовой стратегии; оценщиками - для улучшения качества прогнозных моделей стоимости бизнеса при осуществлении сделок слияний и поглощений; в учебном процессе - при подготовке бакалавров, магистров, аспирантов и повышении квалификации оценщиков, сотрудников финансовых подразделений компаний.

Апробация и внедрение результатов исследования. Разработанная методика оценки стоимости бизнеса нашла практическое применение в работе профильных подразделений ПАО «Московская городская телефонная сеть».

Рекомендации и теоретические разработки исследования использованы в учебном процессе Московской академии профессиональных компетенций при чтении дисциплин «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент», в учебном процессе Национальной ассоциации организаций и специалистов образования и науки при чтении дисциплины «Актуальные вопросы оценки стоимости бизнеса».

Теоретические положения и практические выводы диссертации представлены и обсуждены на 6 международных и всероссийских научных и научно-практических конференциях: «Вызовы глобального мира», (г. Москва, Вестник ИМТП, 2015), 30-я Международная научно-практическая конференция «Актуальные вопросы науки» (г. Москва, «Спутник+», 2016), «Современный мир: опыт, проблемы и перспективы развития» (г. Ставрополь, Логос, 2016), Международная научно-практическая конференция «Современные тенденции в науке» (г. Самара, ЦНИК, 2017), «Актуальные вопросы экономических наук» (г. Новосибирск, ЦРНС, 2017), VIII международная мультидисциплинарная научно-практическая конференция «EurasiaScience» (г. Москва, «Актуальность.РФ», 2017).

Публикации. Основные положения диссертации опубликованы в 12 работах объемом 5,48 печ.л., в том числе в 5 научных статьях объемом 3,42 печ.л., опубликованных в журналах, включенных в перечень рецензируемых научных изданий, определенный Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Структура работы соответствует реализации цели и задач исследования. Диссертация состоит из введения, обосновывающего актуальность и значимость исследования, трех глав, заключения, отражающего основные выводы данной работы, списка использованных источников и приложений.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Сформирован категориальный аппарат исследования в части трактовки понятия «оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений» как процесса определения целесообразности этих сделок на основе анализа показателей эффективности деятельности компании в долгосрочной перспективе, расширяющий понятийный аппарат теории оценки стоимости бизнеса.

Вследствие отсутствия единой трактовки оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений в диссертации исследованы виды слияний и поглощений (в зависимости от характера интеграции, отношения персонала, по географическому признаку).

Слияния и поглощения являются одной из форм установления контроля над организациями, либо над их производственными фондами. Права контроля над организациями в случаях слияний и поглощений могут обращаться либо на фондовом рынке в форме ценных бумаг, либо в форме сделок в зависимости от публичности организации, непосредственно участвующей в этом процессе. Понятия «слияние» (mergers) и «поглоще-

ние» (acquisitions) в экономической литературе часто используются совместно.

Обращаясь к финансово-кредитному энциклопедическому словарю можно выявить такое определение: «M&A - группа финансовых операций, цель которых – объединение организаций, банков и т.п. в один хозяйствующий субъект с целью получения конкурентных преимуществ и максимизации стоимости этого субъекта в долгосрочном периоде».³

То есть классифицируются эти сделки не отдельно. При этом, между слиянием и поглощением существует разница, понятия эти не тождественны. Проведенный анализ видов слияний и поглощений, теорий по данной тематике позволил сформулировать определение экономической категории «оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений» как процесс определения целесообразности предполагаемой сделки на основе анализа показателей эффективности деятельности компании в долгосрочной перспективе, расширяющее понятийный аппарат теории оценки стоимости бизнеса.

2. С позиции особенностей синергетической экономики предложена система факторов (нелинейность, неустойчивость, «качественный скачок»), влияющая на прогнозные значения эффективности деятельности компаний и способствующая достижению синергетического эффекта при осуществлении сделок слияний и поглощений.

Анализ широко распространенных теорий по слияниям и поглощениям позволил выделить синергетическую теорию как наиболее применимую в рамках оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений. Изучение основных характеристик синергетической экономики дало возможность выявить факторы, которые необходимо учитывать в сделках слияний и поглощений:

³ Финансовая терминология [Электронный ресурс]// Финансово-кредитный энциклопедический словарь - 2020. - Режим доступа: http://finance_loan.academic.ru (Дата обращения: 18.09.2020)

- современная экономика развивается нелинейно, экономическая среда быстро меняется, что необходимо учитывать при прогнозировании результатов деятельности организаций, в частности, при слияниях и поглощениях;

- исходя из положений теории синергетической экономики, устойчивость не гарантирует эффективности. Поскольку организации нацелены на эффективное развитие (в данном случае максимизацию благосостояния собственников с помощью слияний и поглощений), то можно говорить о неустойчивости системы, в которой функционируют эти организации. В свою очередь, данному аспекту (неустойчивости) уделяется особое внимание в синергетической экономике;

- проводя слияния и поглощения, участвующие в этой сделке организации надеются на качественный скачок при количественном изменении факторов, что рассматривается в рамках синергетической экономики, а именно, в теории катастроф.

Таким образом, учет данных факторов позволит компаниям точнее прогнозировать показатели эффективности деятельности и принимать более взвешенные экономические решения.

3. Модифицирован метод кумулятивного построения в оценке стоимости бизнеса путем перехода от качественной к количественной оценке дополнительных рисков, определения на этой основе рискованных премий, позволяющих снизить риски манипулирования стоимостью собственного капитала компаний и повысить качество оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.

Проведенный анализ существующих подходов к оценке рискованных компонент при оценке стоимости собственного капитала кумулятивным методом позволил выявить ряд недостатков данных подходов:

– существует обобщенное выделение рисковых компонент, однако нет методических рекомендаций по количественной оценке данных рисков (присутствует только качественная составляющая);

– используемое значение риска от 0 до 5% представляется широким диапазоном, появляется возможность манипулирования.

Для нивелирования данных недостатков предлагается в целях оценки стоимости собственного капитала использовать в качестве рисковых компонент финансовые показатели эффективности деятельности организации. Данный подход имеет ряд преимуществ:

– в сделках слияний и поглощений в основном используется внешняя информация, внутренняя зачастую отсутствует (сложно получить на предынвестиционной стадии);

– учитываются метрики, оцениваемые без внутренней информации;

– возможен переход от качественной оценки к количественной. К недостаткам кумулятивного подхода в основном относят качественный характер самого метода. При данном подходе возможно устранение этого недостатка.

Из всех финансовых показателей репрезентативны и оценимы 35 показателей, раскрытых в диссертации с их пороговыми значениями.

Каждая компонента оценивается от 0 до 1%. Оцениваются два параметра: соответствие значения показателя нормативу (в случае наличия норматива); изменение показателя в динамике.

При соответствии нормативу риск по данной компоненте принимается равным нулю. Только при положительной динамике по показателю риск - 0,5%; при положительной динамике и соответствии нормативу - 1%. Для показателей, по которым норматив не установлен, значения ограничиваются 0% и 1% (положительная динамика – 0%, иначе – 1%).

Использование единого подхода для всех показателей эффективности деятельности организации обоснованно, поскольку:

– в научной литературе не обозначено превалирование одних показателей над другими;

– снижение максимального значения по каждому показателю с 5% до 1% позволяет исключить манипулирование, поскольку отсутствует возможность субъективного чрезмерного завышения или занижения;

– для слияний и поглощений весомое значение имеет изменение показателей в динамике (для прогноза будущих денежных потоков), по данной причине вводится дополнительное значение – 0,5%;

– учет безрисковой компоненты необходим, поскольку в условиях «идеальной компании» ставка дисконтирования не может быть ниже значения безрисковой компоненты.

Эти показатели делятся на 4 группы и являются базой финансовой аналитики, оценки стоимости бизнеса, финансового моделирования. Они обеспечивают количественную информацию для принятия управленческих решений и их необходимо рассматривать в совокупности (таблица 1):

– общие показатели эффективности (коэффициенты № 1-14);

– показатели ликвидности (№ 15-17);

– показатели рентабельности (№ 18-32);

– коэффициенты оборачиваемости (№ 33-35).

Таблица 1 – Показатели эффективности деятельности организации

Индикатор	Коэффициент
k_01	Независимости
k_02	Финансовой зависимости
k_03	Соотношения ЗК И СК
k_04	Долгосрочной финансовой независимости
k_05	Собственных оборотных средств (СОС)
k_06	Прогноза банкротства
k_07	Соотношения ОА и ВНА

Индикатор	Коэффициент
k_08	Маневренности (СОС/СК)
k_09	Дебиторской задолженности
k_10	Материалоотдача
k_11	Соотношения ВнА и СК
k_12	Обеспеченности материальных запасов СОС
k_13	Долгосрочной обеспеченности материальных запасов
k_14	Фондоотдача
k_15	Текущей ликвидности
k_16	Срочной ликвидности
k_17	Абсолютной ликвидности
k_18	Рентабельность продаж
k_19	Рентабельность общая
k_20	Рентабельность чистая
k_21	Рентабельность себестоимости
k_22	Рентабельность затрат
k_23	Рентабельность производства
k_24	Рентабельность имущества
k_25	Рентабельность активов
k_26	Рентабельность внеоборотных активов
k_27	Рентабельность оборотных активов
k_28	Рентабельность чистого оборотного капитала (ЧОК)
k_29	Рентабельность перманентного капитала
k_30	Рентабельность собственного капитала
k_31	Рентабельность заемного капитала
k_32	Рентабельность инвестиций
k_33	Оборачиваемости запасов
k_34	Оборачиваемости дебиторской задолженности
k_35	Оборачиваемости кредиторской задолженности

Источник: составлено автором

Соответственно, суммарный риск в перечисленных выше группах в зависимости от количества показателей 14%, 3%, 15% и 3%. Необходимость рассмотрения в совокупности обусловлена тем, что по отдельности показатели могут частично дублировать друг друга. Однако по отдельности невозможно отражение общей картины в деятельности организации.

4. Адаптирован к процессу оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений подход на основе реальных опционов, премию по которому предложено определять на основе метода Монте-Карло, позволяющий расширить сферу применения реальных опционов, снизить затраты на проведение финансовых расчетов по сделкам M&A.

На основании проведенных в диссертации расчетов по оценке стоимости бизнеса доказана необходимость применения реального опциона в оценке стоимости бизнеса:

1) стоимость опциона ниже стоимости базисного актива:

$$(1-0,988) * -(V_T - V) = -0,012 * (V_T - V), \quad (1)$$

где V_T - стоимость базисного актива в момент покупки опциона;

V - стоимость базисного актива в момент истечения контракта.

Данный фактор $(-0,012 * (V_T - V))$ - данная величина является выигрышем при использовании опциона) – первое преимущество использования опциона при слиянии и поглощении компаний

Второе преимущество выведено на основе анализа стоимости и размера потенциальной премии по опциону 43 организаций: на стадии оценки премии по опциону, то есть до оценки потенциального эффекта от слияний и поглощений, можно отобрать эффективные проекты. Благодаря проведенному анализу неэффективными на этой стадии признаны сделки с восемью организациями.

Данное преимущество позволяет снизить количество потенциальных сделок на 308:

$$N_0 = N - N_1 = 903 - \frac{35!}{2! \cdot (35-2)!} = 903 - 34 \cdot 35 / 2 = 903 - 595 = 308, \quad (2)$$

где N_0 – количество неэффективных сделок M&A;

N – количество потенциальных сделок M&A;

N_1 – количество эффективных сделок M&A.

Наблюдается экономия в расчетах на 34%, что существенно при таком трудоемком процессе как оценка потенциального синергетического эффекта.

При ранжировании следует рассматривать в первую очередь абсолютную величину самой премии – в восьми случаях она отрицательная, что говорит о нецелесообразности дальнейшего исследования.

Ранжирование происходит не только по параметру «эффективно/неэффективно», но также и по параметру «потенциально эффективно». Это означает, что стоимость организации отрицательная (из-за убытков прошлых периодов необходимо покрывать долги), но в динамике она показывает увеличение стоимости. Для поглощающей организации незначительный минус при эффективных действиях менеджмента может стать положительным эффектом, также не стоит забывать, что убытки могут пойти на уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль.

В диссертации выявлены и раскрыты ограничения применения теории реальных опционов при оценке бизнеса в сделках M&A:

- имеется ограничение для активов, не торгуемых на рынке
- модель Блэка-Шоулза усложнена расчетом среднеквадратического отклонения.

Анализ методов/моделей премии по опциону позволил выявить, что использование метода Монте-Карло значительно упрощает расчеты и позволяет нивелировать недостатки, возникающие при использовании модели Блэка-Шоулза. Дополнительно возможно применение в качестве стоимости бизнеса не капитализации организации, а стоимости, рассчитанной с

использованием доходного подхода, в основе которого лежит метод дисконтированных денежных потоков. Данное допущение позволит, во-первых, расширить диапазон оцениваемых организаций, поскольку возможно оценить предприятия, не торгующиеся на бирже, во-вторых, исключить из стоимости бизнеса ожидания инвесторов, что учитывается в капитализации.

При выборе между европейским и американским видами опционов стоит остановить выбор на европейском, поскольку цель учета опциона состоит в том, чтобы в условиях неопределенности проверить верность прогнозов через период T , то есть расчета математического ожидания будет достаточно:

$$Po_{call} = \exp^{-rT} * -1 * (V_T - V), \quad (3)$$

где Po_{call} – премия по опциону на покупку,

r – безрисковая ставка процента;

T – период до истечения контракта, в годах;

V_T – стоимость базисного актива в момент покупки опциона;

V – стоимость базисного актива в момент истечения контракта.

Величина $-1 * (V_T - V)$ должна быть положительной, поскольку стратегия опциона на покупку в сделках слияний и поглощений подразумевает игру на повышение, из этого следует, что должно выполняться условие $V > V_T$.

Величина $\exp^{-rT} * -(V_T - V)$ является стандартным дисконтированным выигрышем держателя опциона. При небольшом значении T необязательно выигрыш должен быть дисконтированным.

Также обосновано и раскрыто, что опцион не является частью премии при осуществлении сделки M&A. Введено понятие максимальной премии, под которой понимается ожидаемый синергетический эффект до выплаты премии акционерам, учета затрат на интеграцию. То есть данная премия

включает: премию акционерам, затраты на интеграцию, ожидаемый положительный эффект.

На основе проведенных расчетов доказано, что между максимальной премией и премией по опциону отсутствует прямая взаимосвязь. Взаимосвязь премии акционерам и премии по опциону также отсутствует.

Рассчитана стоимость бизнеса в момент V_t и V для каждой эффективной организации, то есть организации, интеграционная сделка с участием которой позволит получить синергетический эффект.

Данные расчеты необходимы для выявления зависимости между премией по опциону и премией акционерам, либо для выявления отсутствия данной взаимосвязи (таблица 2).

Таблица 2 - Расчет премии по опциону на примере ПАО «Татнефть».

Показатели/Период оценки	В начальный момент					В момент осуществления сделки				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Год										
Выручка, млрд руб.	784	816	849	884	920	792	824	858	893	929
Процент себестоимости, %	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
Чистая прибыль, млрд руб.	27	28	29	30	31	27	28	29	30	32
Изменение рабочего капитала (РК), млрд руб	7	-6	-6	-7	-7	7	-6	-6	-7	-7
Покупка основных средств (ОС), млрд руб	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Амортизация, млрд руб	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Остаток РК и остаточная стоимость ОС, млрд руб	0	0	0	0	214	0	0	0	0	213
Ставка дисконтирования					1,07					1,07
Дисконтированный денежный поток, млрд руб	34	21	21	20	172	34	21	21	20	172
Стоимость бизнеса, млрд руб					267,7					268,4
Премия по опциону,	0,7									

млрд руб	
----------	--

Источник: рассчитано автором

Показаны две потенциальные сделки из 595, по данным сделкам рассчитывалась потенциальная максимальная премия и соотношение между ней и премией по опциону. Данные расчеты позволили доказать, что между премией акционерам и премией по опциону отсутствует прямая зависимость (таблица 3).

Таблица 3 - Расчет максимальной премии, млрд руб.

Компании	Стоимость до М&А,	Стоимость после М&А,	Премия максимальная	Премия максимальная (%)	Премия по опциону (%)	Соотношение
«ВСМПО-АВИСМА» - «Уралкалий»	763	785	22	2,85	3,47	0,82
«ВСМПО-АВИСМА» - «Татнефть»	446	529	84	18,77	1,55	12,14

Источник: рассчитано автором

Данный вывод позволяет сформировать итоговый вид формулы для оценки синергетического эффекта:

$$V_s = V_{ab} - (V_a + V_{b_t} + P_{o_{call}}) - C - P, \quad (4)$$

где: $P_{o_{call}}$ – премия по опциону, рассчитанная по модели Монте-Карло (математическое ожидание);

V_{b_t} – стоимость целевой организации на момент покупки опциона;

P – премия акционерам;

C – затраты на интеграцию (слияние и поглощение).

В диссертации разработан итоговый алгоритм оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений (рисунок 1):

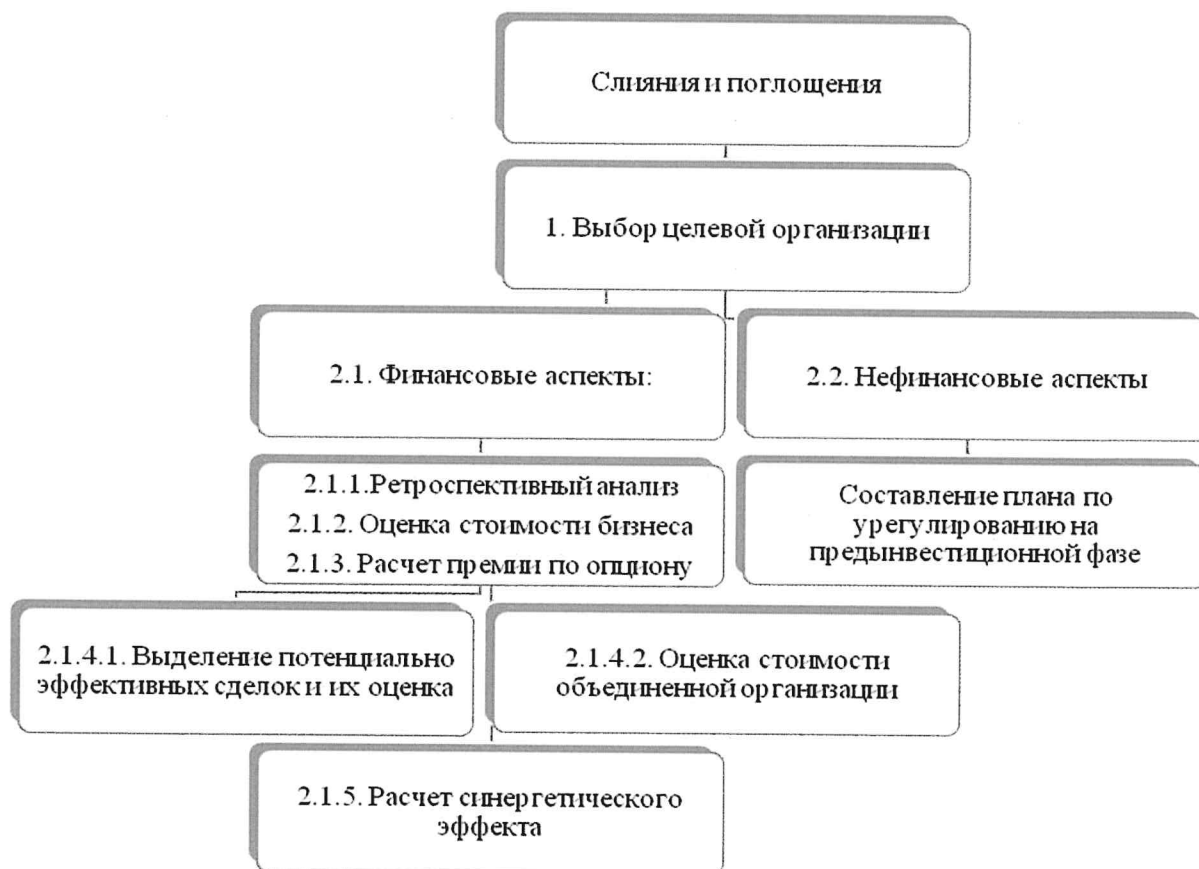


Рисунок 1 – Алгоритм выбора целевой организации в сделках слияний и поглощений

Источник: составлено автором

Данный алгоритм описывает порядок действий менеджмента/компании-покупателя при сделке по интеграции.

5. Разработана и эмпирически апробирована методика оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе применения реальных опционов, включающая модифицированный метод кумулятивного построения, метод Монте-Карло для расчета премии по опциону и позволяющая повысить маневренность компаний при осуществлении сделок слияний и поглощений и эффективность этих сделок.

В качестве организаций, с помощью которых апробируется предложенная в диссертации методика, были выбраны ПАО «МТС» и ПАО «Ро-

стелеком». При определении вида сделки нельзя не учитывать тот факт, что владельцем ПАО «МТС» является «АФК Система», по этой причине сделка не может быть в виде слияния, так как необходимо, чтобы ПАО «МТС» в течение 3 лет была независимой. Таким образом, проанализировано поглощение ПАО «МТС».

Данный выбор сделан с учетом ряда факторов:

- исходя из ранжирования по опционной премии сделка с этими организациями должна быть эффективной;
- оценочная стоимость ПАО «Ростелеком» и ПАО «МТС» приблизительно одинакова;
- деятельность данных организаций осуществляется в одной сфере – связь/телекоммуникации.

Проведенный ретроспективный анализ деятельности организаций и расчет ставки дисконтирования позволили спрогнозировать будущие денежные потоки, что в итоге способствовало оценке стоимости бизнесов двух организаций до объединения (таблицы 4-5).

Таблица 4 - Расчет стоимости бизнеса ПАО «Ростелеком», млрд руб.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Выручка	347	416	500	601	721
Доля затрат	0,818	0,818	0,818	0,818	0,818
Чистая прибыль	50	61	73	87	105
Изменение рабочего капитала	-5	-7	-9	-10	-12
Покупка основных средств	0	0	0	0	0
Амортизация	31	31	31	31	31
Ликвидационная стоимость	0	0	0	0	528
Ставка дисконтирования	0,178	0,178	0,178	0,178	0,178
Дисконтированный денежный поток	65	61	58	56	288

Источник: разработано автором

Итого расчетная стоимость бизнеса на момент $V = 527,0$ млрд руб.

Таблица 5 - Расчет стоимости ПАО «МТС», млрд руб.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Выручка	368	397	428	462	498
Доля затрат	0,726	0,726	0,726	0,726	0,726
Чистая прибыль	80	87	94	101	109
Изменение рабочего капитала	-5	-5	-5	-6	-6
Покупка основных средств	6	6	6	6	6
Амортизация	18	19	20	20	21
Ликвидационная стоимость	0	0	0	0	184
Ставка дисконтирования	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073
Дисконтированный денежный поток	82	82	82	82	211

Источник: разработано автором

Стоимость бизнеса на момент V равна 539,5 млрд руб. Стоимость организаций до объединения: $V_a + V_b = 1\,066,5$ млрд руб.

Также рассчитана стоимость бизнеса ПАО «МТС» на момент V_t (таблица 6). Отличительной чертой расчета на момент V_t является то, что денежные потоки смещены на 3 месяца, остальные вводные данные идентичны.

Таблица 6 - Расчет стоимости ПАО «МТС» на момент V_t , млрд руб.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Выручка	361	389	420	453	489
Доля затрат	0,726	0,726	0,726	0,726	0,726
Чистая прибыль	79	85	92	99	107
Изменение рабочего капитала	-5	-5	-5	-6	-6
Покупка основных средств	6	6	6	6	6
Амортизация	18	19	19	20	21
Ликвидационная стоимость	0	0	0	0	189
Ставка дисконтирования	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073
Дисконтированный денежный поток	80	80	81	81	213

Источник: разработано автором

Стоимость ПАО «МТС» на момент V_t равняется 535,2 млрд руб.

$$\text{Премия по опциону: } P_{o_{call}} = \exp^{-rT^*} \cdot (V_T - V) \quad (5)$$

$$Po_{call} = 0,98789 \cdot (535,2 - 539,5) = 4,2 \text{ млрд руб.}$$

И стоимость опциона = $535,2 + 4,2 = 539,4$ млрд руб. То есть на момент осуществления сделки без расчета потенциальных синергетических эффектов благодаря применению опциона возникает положительный эффект в размере $= 539,5 - 539,4 = 0,1$ млрд руб.

$$V_a + V_{bt} + Po_{call} = 527,0 + 535,2 + 4,2 = 1\,066,4 \text{ млрд руб.}$$

Следующий шаг - расчет стоимости объединенной организации (таблица 7).

Таблица 7 - Расчет стоимости объединенной организации, млрд руб.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Выручка	715	813	928	1 062	1 220
Доля затрат	0,760	0,760	0,760	0,760	0,760
Чистая прибыль	140	157	178	202	229
Изменение рабочего капитала	-10	-12	-14	-16	-19
Покупка основных средств	6	6	6	6	6
Амортизация	49	50	50	51	51
Ликвидационная стоимость	0	0	0	0	712
Ставка дисконтирования	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073
Дисконтированный денежный поток	161	164	168	173	679

Источник: рассчитано автором

При расчете учтены факторы:

- ставка дисконтирования равна минимальной из двух ставок до объединения;

- рассчитывается средневзвешенный процент себестоимости с учетом того, что минимальное значение принимается с коэффициентом 2.

Таким образом, благодаря применению опциона возникает двойной положительный эффект:

- 1) 1,2% от разницы в стоимости организации за квартал
- 2) ожидаемая выгода - максимальная премия за вычетом затрат на интеграцию и премию акционерам.

Итоговая стоимость объединенной организации – 1 345, 7 млрд руб. То есть максимальная премия будет составлять $1\,345,7 - 1\,066,4 = 279,3$

млрд руб. Из этого показателя премия акционерам/собственникам бизнеса - сумма за вычетом затрат на интеграцию (сопровождение сделки) и ожидаемого синергетического эффекта.

Данные расчеты подтверждают выдвинутую в начале исследования гипотезу, что опцион целесообразно использовать в оценке стоимости бизнеса в сделках по слиянию и поглощению организаций, поскольку данный подход расширяет горизонт возможностей предприятий и позволяет получить финансовые преимущества.

В заключении исследования систематизированы полученные результаты и приведены основные выводы и рекомендации.

III. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи из Перечня рецензируемых научных изданий

1. Семенов Н.С. Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений/ Н.С. Семенов// Финансовая экономика. - 2019. - №4. – С.1190-1191. – 0,23 печ.л.
2. Семенов Н.С. «Потенциально эффективные» сделки при использовании опциона в оценке стоимости бизнеса/ Н.С. Семенов // Экономика: вчера, сегодня, завтра. - 2017.- Том 7, № 1А. - С. 194-204. – 1,38 печ.л.
3. Семенов Н.С. Алгоритм выбора целевой организации с учетом премии по опциону в сделках М&А/ Н.С. Семенов// Финансовая жизнь. - 2016. - №4. - С. 65-70. – 0,43 печ.л.
4. Семенов Н.С. Синергетическая экономика и её значение в эффективном развитии организации/ Н.С. Семенов// Экономика и предпринимательство. -2016. - №10 (ч.2). - С. 526-529. – 0,5 печ.л.
5. Семенов Н.С. Слияния и поглощения как стратегия роста организации/ Н.С. Семенов// Экономика и предпринимательство. - 2016. - №3 (ч.2). - С. 1048-1054. – 0,88 печ.л.

Другие издания

6. Семенов Н.С. Апробация методики оценки стоимости бизнеса с учетом опциона при слияниях и поглощениях/ Н.С. Семенов// Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. - 2016. - №9 (ч.1). - С. 195-199. – 0,58 печ.л.
7. Семенов Н.С. Основные мотивы слияний и поглощений / Н.С. Семенов// Актуальные вопросы экономических наук. - Новосибирск: "Центр развития научного сотрудничества". - 2017. - №57. - С. 51-55. – 0,29 печ.л.
8. Семенов Н.С. Методы оценки стоимости бизнеса / Н.С. Семенов// Актуальные вопросы науки: сборник статей Международной научно-

практической конференции. - М: "Спутник +". -2017. - №30. - С. 58-60. – 0,19 печ.л.

9. Семенов Н.С. Тенденции слияний и поглощений в России в 2011-2016гг. / Н.С. Семенов// Сборник статей VIII международной научно-практической конференции - М: «Научно-издательский центр «Актуальность. РФ». - 2017. – 98-99 с. – 0,1 печ.л.

10. Семенов Н.С. Теоретические аспекты слияний и поглощений / Н.С. Семенов// Современные тенденции в науке: сборник статей Международной научно- практической конференции - Самара: ЦНИК, 2017. – с. 45-49. – 0,29 печ.л.

11. Семенов Н.С. Повышение эффективности сделок М&А/ Н.С. Семенов// Современный мир: опыт, проблемы и перспективы развития. - Ставрополь: "Логос". -2016. - №3. - С. 35-38. – 0,23 печ.л

12. Семенов Н.С. Сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости организации при слияниях и поглощениях/ Н.С. Семенов //Вызовы глобального мира. Вестник ИМТП. - 2015. - № 1(5). - С. 5-9. – 0,38 печ.л.

СЕМЕНОВ НИКОЛАЙ СЕРГЕЕВИЧ

Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений

В диссертации исследованы теоретические положения и даны практические рекомендации по развитию оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений, определена необходимость совершенствования методики оценки. В диссертации сформирован категориальный аппарат в части трактовки понятия «оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений», предложена система факторов с позиции синергетической экономики, влияющая на оценку стоимости бизнеса, модифицирован метод кумулятивного построения, адаптирован подход к оценке стоимости бизнеса на основе реальных опционов, разработана методика оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе применения реальных опционов.

SEMENOV NIKOLAY SERGEEVICH

Valuation of business value in mergers and acquisitions

The thesis explores the theoretical principles and gives practical recommendations for the development of business valuation in mergers and acquisitions, determines the need to improve the valuation methodology. In the dissertation, a categorical apparatus has been formed regarding the interpretation of the concept of “assessing the value of a business in mergers and acquisitions”, a system of factors has been formed from the position of a synergetic economy that affects the valuation of a business, the method of cumulative construction has been modified, the approach to value assessment business based on real options, a methodology has been developed for assessing business value in mergers and acquisitions based on the use of real options.