

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

На правах рукописи

СЕМЕНОВ НИКОЛАЙ СЕРГЕЕВИЧ

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

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация на соискание ученой степени кандидата
экономических наук

Научный руководитель –
доктор экономических наук, доцент
Клевцов Виталий Владимирович

Москва – 2020

Оглавление

Введение.....	3
Глава 1 Теоретические основы оценки бизнеса в сделках слияний и поглощений.....	11
1.1 Экономическая сущность слияний и поглощений	11
1.2 Положения теории синергетической экономики для исследования сделок слияний и поглощений	20
1.3 Методы оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.....	35
Глава 2 Анализ возможностей использования опциона в оценке бизнеса в сделках слияний и поглощений и исследование рынков М&А.....	47
2.1 Понятие опциона, анализ моделей расчета премии по опциону.....	47
2.2 Исследование состояния и тенденций развития рынков слияний и поглощений и источников финансирования сделок М&А.....	53
2.3 Разработка рекомендаций по повышению эффективности сделок М&А на основе учета нефинансовых факторов.....	80
Глава 3 Разработка методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.....	84
3.1 Алгоритм выбора целевой организации с учетом премии по опциону	84
3.2 Диагностирование потенциального синергетического эффекта с учетом премии по опциону	93
3.3 Выбор целевой организации и апробация методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.....	93
Заключение	114
Список литературы	121
Приложение А (обязательное). Расчет коэффициентов эффективности деятельности организации.....	136
Приложение В (обязательное). Вспомогательные расчеты при оценке стоимости бизнеса.....	142

Введение

Глобализационные процессы, сопровождающие развитие национальных экономических систем, детерминируют емкость финансовых рынков, особенности их взаимодействия с предприятиями и организациями, в том числе влияя на финансовую архитектуру компаний и выбор принимаемых к реализации стратегий роста. Теоретические положения корпоративных финансов определяют генеральную цель функционирования компании через максимизацию ее ценности (стоимости), для достижения которой в распоряжении организаций имеется инструментально-методический аппарат, в составе которого – возможности, создаваемые использованием механизма неорганического роста посредством осуществления сделок слияний и поглощений (далее – М&А).

Посредством этих сделок конкурентные преимущества достигаются за счет потенциально генерируемого синергетического эффекта. Однако эмпирические свидетельства, отражаемые в исследованиях консалтинговых организаций, не позволяют верифицировать теоретическое положение о возникновении эффекта синергии во всех случаях, поскольку около 70 % сделок М&А являются неудачными и в процессе их реализации разрушается стоимость бизнеса. Отмеченное позволяет констатировать, что традиционные подходы к оценке бизнеса в сделках М&А дают неточную оценку в силу предположения о том, что экономика устойчива и развивается линейно, в то время как современная экономика не линейна, а экономическая среда очень быстро меняется, детерминируя финансовые показатели деятельности организаций. Это затрудняет построение долгосрочных прогнозов.

Исследование сделок слияний и поглощений целесообразно осуществлять на основе положений теории синергетической экономики, а недостижение эффекта синергии в большинстве случаев актуализирует вопросы оценки бизнеса в сделках слияний и поглощений.

Степень научной разработанности проблемы. Вопросам обеспечения роста стоимости бизнеса за счет механизма неорганического роста в форме слияний и поглощений посвящены научные исследования отечественных ученых: С.Б. Авдашевой, С.В. Гвардии, Р.С. Гринберга, В.Е. Дементьева, Т.Г. Долгопятовой, Д.А. Ендовицкого, И.В. Ивашковской, В.В. Клевцова, Я.Ш. Паппэ, А.Д. Радыгина, О.А. Романенко, Т.В. Тепловой, М.А. Федотовой, И.С. Шиткиной, Р.М. Энтова, В.Е. Соболевой и других. Среди зарубежных ученых эти вопросы были исследованы И. Ансоффом, Д. Бишопом, Дж. Галпиным, П. Гоханом, Д. Депамфилисом, М. Дженсенсом, Г. Динзом, С. Зайзелем, Ф. Крюгером, Р. Роллом, У. Стеджером, Ф. Эвансом и другими.

Исследованию аспектов синергетических явлений посвятили свои работы отечественные исследователи в лице В. Атопова, Д. Аюрова, А. Антюфеева, В. Безденежных, Н. Галияровой, Е. Галеевой, Р. Евстигнеева, Л. Евстигнеевой, Д. Егорова, В. Кабанова, Б. Кузнецова, Е. Пугачевой, С. Серegiной, К. Соловьянко, Т. Трубицыной.

Влияние реальных опционов на оценку стоимости организации отражено в трудах Ф. Бойера, Р. Брейли, М.А. Лимитовского, Е.И. Музыко, О.В. Никулиной, В.С. Пекшевой, В. Антикарова, А.И. Болвачева, М.А. Будылина, Дж. Роша и т.д.

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. Ла-жу, 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, Дж. Фелтхама, Дж. Фишмена, Дж. Харда, Э. Хаттона, Дж. Хитунера, М. Чарльза, М. Шоулза, Э. Эдварде и других.

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

Значительное количество научных трудов по вопросам сделок M&A посвящено исследованию процессов интеграции бизнес-единиц, институциональных и нормативно-правовых характеристик этих сделок применительно к отечественным экономическим реалиям. Однако существует необходимость более глубокого проведения теоретико-методологических исследований финансово-экономической целесообразности, финансовых возможностей, оценки финансовых рисков и последствий проведения реструктуризации компаний в форме слияний и поглощений, адаптированных к особенностям российской экономики в условиях международных интеграционных процессов.

Несмотря на значительное число работ по вопросам повышения эффективности сделок слияний и поглощений организаций и опираясь на эмпирические свидетельства, констатируем недостижение синергетического эффекта в большинстве случаев совершенных сделок. Для снижения числа убыточных сделок и минимизации рисков организаций необходимо развитие методики оценки бизнеса в сделках M&A, в основе которой, по представлению автора, может лежать использование опциона в начальной стадии оформления этих сделок.

Объектом исследования являются сделки слияний и поглощений организаций.

Предмет исследования – процессы и тенденции, сопровождающие оценку стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.

Цель исследования состоит в разработке теоретических положений и практических рекомендаций по развитию процесса оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.

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

1) раскрыть процесс оценки стоимости бизнеса в сделках M&A с позиций теории синергетической экономики;

2) обосновать необходимость развития подхода к оценке стоимости собственного капитала организации на основе метода кумулятивного построения;

3) выявить и раскрыть ограничения применения теории реальных опционов в оценке бизнеса в сделках M&A;

4) доказать необходимость применения опциона в оценке стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений;

5) обосновать и раскрыть, что опцион не является частью премии при осуществлении сделки M&A, а между размером опциона и размером премии собственникам отсутствует прямая зависимость;

6) разработать и эмпирически апробировать методику оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе использования опциона.

Область исследования. Исследование выполнено в соответствии с пунктом 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 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 организаций и специализированных агентств. Методологическая база исследования сформирована на основе использования общенаучных и частнонаучных методов исследования: методов анализа и синтеза, обобщения, индукции и дедукции; методов системного анализа; статистических методов; табличных и графических приемов визуализации статистических данных.

Эмпирическую основу исследования составили:

– законодательные акты Российской Федерации, принятые на их основе нормативные документы по оценке стоимости бизнеса;

– статистические и аналитические материалы консалтинговых организаций за 2007-2020 годы;

– финансовая отчетность организаций (формы № 1-5);

– публикации в специальной периодической печати России и зарубежных стран по теме исследования.

Рабочая гипотеза исследования состоит в том, что использование опциона при оценке стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений позволяет снизить риски организаций и повысить эффективность этих сделок.

Научная новизна диссертации состоит в научном обосновании методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе использования опциона.

Она раскрывается в наиболее существенных **научных результатах**, полученных лично автором и выносимых 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 рисков 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 методологии оценки стоимости бизнеса, финансового менеджмента, корпоративных финансов. Результаты диссертации расширяют представления об: особенностях оценки стоимости бизнеса в сделках M&A; возможностях использования опциона в оценке бизнеса в этих сделках; процессе выбора целевой организации для осуществления сделки M&A; диагностировании потенциального синергетического эффекта; а также формируют основу для дальнейшего исследования вопросов оценки стоимости бизнеса и развития системы финансового менеджмента организаций на этой основе.

Практическая значимость результатов диссертации состоит в разработке:

- алгоритма выбора целевой организации путем разделения сделок на эффективные, неэффективные и потенциально эффективные на стадии оценки стоимости опциона, что позволяет сократить трудозатраты на 30 процентов;

- методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе применения опциона, который увеличивает маневренность организаций на различных стадиях осуществления сделки и позволяет максимизировать синергетический эффект на этой основе.

Теоретически обоснованные в диссертации положения и практические решения, доведенные до уровня конкретных предложений, могут быть использованы: менеджментом компаний для финансового обоснования механизмов неорганического роста организации, развития ее финансовой стратегии на этой основе; оценщиками для улучшения качества прогнозных моделей стоимости бизнеса при осуществлении сделок слияний и поглощений; в учебном процессе при подготовке бакалавров, магистров и аспирантов, и повышении квалификации оценщиков, сотрудников финансовых подразделений организаций.

Обоснованность полученных результатов подтверждается критически переработанными теоретическими позициями, тщательной проработкой российских и международных нормативно-правовых положений и финансовых результатов сделок слияний и поглощений, обсуждением результатов на научно-практических конференциях, публикациями в научных изданиях, в том числе, включенных в Перечень рецензируемых научных изданий, определенный Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Достоверность полученных результатов обеспечена достаточной репрезентативностью информационно-эмпирической базы, анализом и синтезом выявленных фактов и закономерностей, использованием статистических методов обработки эмпирических данных и программного инструментария Microsoft Excel.

Апробация и внедрение результатов исследования. 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 «Со-временные 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).

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».

Публикации. Основные положения диссертации опубликованы в 12 работах (авторский объем – 5,48 печ. л.), в том числе 5 научных статьях (авторский объем – 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.

Логика и структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений, изложена на 143 страницах печатного текста, включает 14 рисунков, 26 таблиц. Список использованных источников литературы содержит 150 наименований.

Глава 1 Теоретические основы оценки бизнеса в сделках слияний и поглощений

1.1 Экономическая сущность слияний и поглощений

Одной из главных целей деятельности предприятия является максимизация благосостояния ее собственников и, в общем случае, организации имеют возможность использовать преимущества от реализации стратегии развития бизнеса на основе анализа альтернатив, позволяющих наращивать его стоимость. При этом, каждая из альтернатив (укрепление существующих видов бизнеса; диверсификация; отказ от какого-либо вида бизнеса) может реализовываться с помощью механизмов:

1) органического (внутреннего) роста - традиционный способ увеличения размеров бизнеса, в основе которого лежит постепенное увеличение финансовых и улучшение нефинансовых (качественных) показателей деятельности. Ресурсным обеспечением этого роста, определяющего расширенное воспроизводство, выступают, как правило, собственные источники финансирования, а инвестиции направляются в развитие уже имеющегося бизнеса, что позволяет сохранять финансовую независимость, вовлекая существующие ресурсы, систему финансового менеджмента и обязательства, но жертвуя скоростью роста и не извлекая выгоды от работы на заемном капитале, обеспечиваемые более низкой его стоимостью и особенностями учета процентов по долговым обязательствам в целях налогообложения (ст. 269 Налогового кодекса Российской Федерации) – «налоговым щитом»;

2) неорганического (внешнего) роста посредством слияний и поглощений, ориентирующих усилия менеджмента на обеспечение экстенсивного роста за счет установления контроля над другими организациями. Особенность этой стратегии состоит в полноценном использовании преимуществ от работы на заемном капитале. Использование долговых источников финансирования на современном этапе развития финансовых рынков и рынков M&A становится основной частью

техник финансирования, в частности, так называемого выкупа долей акционерного общества на основе инструмента заемного финансирования (далее - LBO). LBO стало популярной моделью в сделках M&A. Использование высокой долговой нагрузки позволяет максимизировать доходность используемого собственного капитала, кроме того, объемные капитальные вложения могут быть осуществлены без использования дополнительного собственного капитала. Преимуществами внешнего роста в разные годы воспользовались такие организации, как Thermo Electron, Sara Lee, Clayton, Dubilier & Rice и др.

Организации, использующие возможности внешнего роста бизнеса, нацелены на быстрый рост («качественный скачок» в терминах синергетической экономики), что приводит к разрушению существующих и формированию новых систем финансового менеджмента и обязательств. Включение в финансово-инвестиционную политику мероприятий, результирующих неорганический рост бизнеса, позволяет воспользоваться эффектами, генерируемыми временным фактором, который не только меняет ценность денег во времени, но также позволяет «переигрывать» компании, базирующие параметры своих финансовых моделей на механизме внутреннего роста.

Осуществление сделок M&A с построением различных схем их финансирования, которые часто имеют сложную структуру с использованием нескольких компонентов долга, различающихся по стоимости. На рисунке 1 представим возможные варианты финансирования сделок M&A в зависимости от уровня риска, который несет кредитор (связанного с приоритетностью выплат в случае банкротства приобретаемой компании), которые необходимо учитывать при оценке этих сделок.

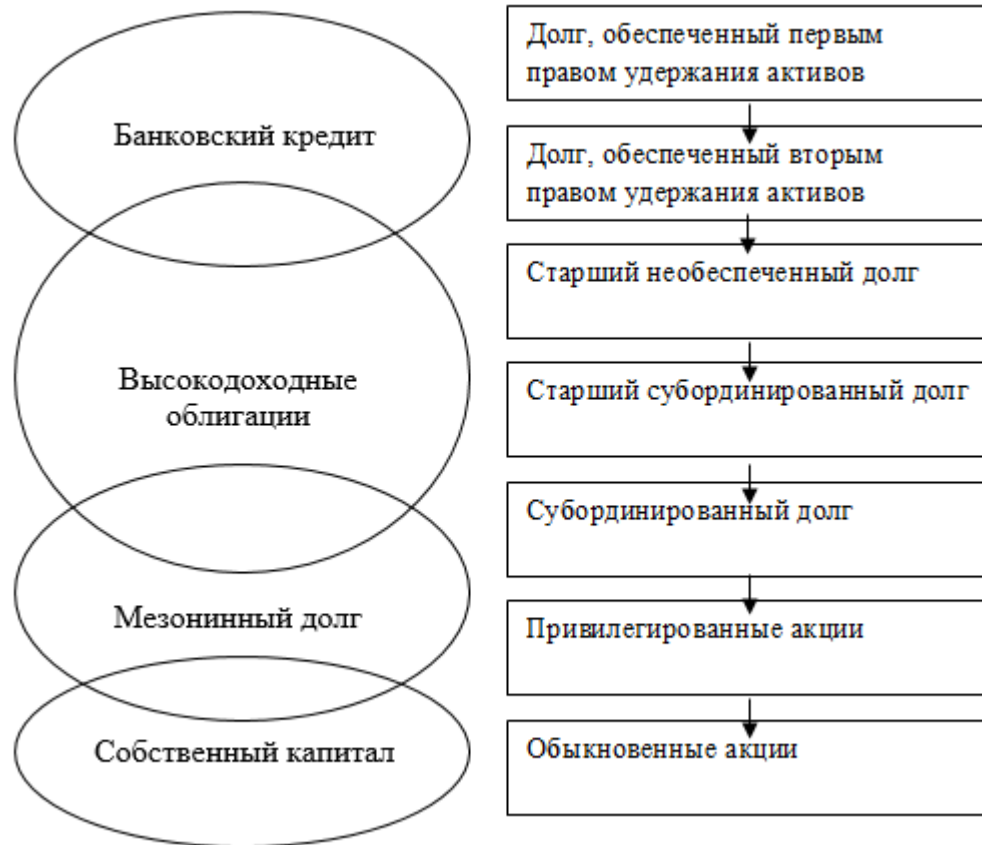


Рисунок 1 - Классификация источников финансирования сделок М&А в зависимости от уровня риска кредитора

Источник: составлено автором по: Rosenbaum, J. and Pearl, J., 2009. Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions. / Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Вследствие существенных ограничений стратегии органического роста, диагностируемых в разрезе финансово-инвестиционной политики организации, в рамках данного исследования интерес представляет механизм неорганического роста бизнеса. В диссертации под контролем будем понимать возможность одной организации определять развитие другой, а также возможность распоряжаться её ресурсами (активами).

Как известно, одной из функций рынка является saniрующая функция. Сделки М&А можно рассматривать в том контексте, что та организация, которая может лучше и эффективнее управлять активами, поглотит ту, которая не способна эффективно управлять имеющимися в своем распоряжении ресурсами.

Таким образом, 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, либо в форме сделок, что зависит от публичности организации, которая непосредственно участвует в этом процессе. При этом следует отметить, что контроль над организацией может выражаться через такую форму, как внешнее управление. Данная ситуация может возникать при процедуре банкротства организаций, однако это не является объектом исследования. По этой причине в диссертации будут рассмотрены различные формы установления контроля над организациями за исключением внешнего управления.

Понятия «слияние» (mergers) и «поглощение» (acquisitions) в экономической литературе часто используются совместно.

Если обратиться к финансово-кредитному энциклопедическому словарю, то 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» [149].

То есть, не принято классифицировать эти сделки отдельно. При этом, между слиянием и поглощением существует разница, понятия эти не тождественные. *Слияние* – это сделка между несколькими хозяйственными субъектами, в результате которой образуется новое юридическое лицо. При слияниях также можно выделить такую форму, как *присоединение*: в данном случае «выживает» только одна организация, которая и приобретает контроль (к ней переходят все права и обязательства) над другими - ликвидированными организациями. *Поглощение* же – это сделка, целью которой является установление контроля над целевой организацией, путем приобретения её уставного капитала (в виде долей, акций и т.д.) в размере более 30 %, при этом целевая организация сохраняет свою юридическую самостоятельность.

За рубежом широко распространено *обратное поглощение* – процесс приобретения публичного статуса для организаций, у которых отсутствует необходимость привлечь инвестиции немедленно, но в то же время они обладают

потенциалом быстрого роста, как по своим размерам, так и по масштабу бизнеса с тем, чтобы обеспечить свою дальнейшую деятельность в форме публичной организации [149].

В разных странах наблюдаются свои особенности осуществления сделок слияний и поглощений, что связано с особенностями функционирования финансовых рынков, проводимой монетарными органами власти денежно-кредитной, бюджетно-налоговой политиками и т.д. То есть, такого рода сделки детерминируются различными факторами, которые принято делить на две группы.

1) Внешние:

- общее состояние экономики: если в стране наблюдается спад или кризис, то резко возрастает риск банкротства, угроза финансовой устойчивости организации;

- уровень развития финансовой сферы государства: в данном случае необходимо пристальное внимание уделить финансовой системе страны, мерам по ее укреплению. Чем надежнее будет система, тем меньше будет риск инвестирования;

- уровень инфляции: высокий уровень инфляция может вызвать диспропорцию спроса и предложения;

- уровень развития кредитной системы, банковской сферы: при стабильном его развитии для организаций возможно выгодное получение кредитов, что может стимулировать сделки по слиянию и поглощению;

- уровень конкуренции в отрасли: вероятность слияний и поглощений находится в прямой зависимости от нее;

- производственная цепочка (её структура): нередко целью слияний и поглощений является контроль за несколькими, а иногда и всеми звеньями цепочки в руках одной организации.

2) Внутренние (особое внимание уделяется именно данным факторам):

- финансовое состояние организаций: их платежеспособность, финансовая устойчивость, кредиторская и дебиторская задолженности важны при оценке эффективности сделки;
- состояние производственных фондов: определяет инвестиционную привлекательность организации;
- тип производства: в зависимости от размера, трудоемкости производства эффективность, целесообразность M&A будет разной;
- заинтересованность собственника в управлении организацией: важно учитывать тот факт, была ли сделка «дружественной» или нет, поскольку разногласия в управлении могут стать серьезной проблемой в достижении конкурентных преимуществ;
- система внутреннего контроля: от её качества зависит финансовое состояние организации, её инвестиционная привлекательность;
- динамика котировок акций: это один из важнейших факторов для публичных организаций, ибо благодаря динамике можно увидеть отношение к организации инвесторов.

Также следует упомянуть и о видах слияний и поглощений (в зависимости от характера интеграции):

- 1) вертикальные – в данном случае объединяются несколько организаций, одна из которых является поставщиком сырья для другой, что помогает снизить издержки и добиться увеличения прибыли;
- 2) горизонтальные – слияния, при которых организации занимаются производством или реализацией одного и того же вида продукции. Преимущества достигаются за счет повышения возможностей развития и ослабления конкуренции в отрасли;
- 3) параллельные – объединяются организации, которые выпускают взаимосвязанные товары. Например, организация, выпускающая принтеры и организация, которая производит бумагу для них;
- 4) круговые – в данном случае происходит слияние организаций, которые не связаны ни сбытовыми, ни производственными отношениями. То есть,

объединяются организация из разных отраслей, и они друг для друга не являются ни конкурентами, ни поставщиками, ни потребителями.

Сделки по слияниям и поглощениям можно классифицировать и по *географическому* признаку:

- локальные, региональные, национальные, международные, транснациональные.

От того, как управленческий персонал относится к такой сделке, слияния и поглощения подразделяются:

- на дружественные (в данном случае руководящие органы организаций согласны со сделкой);

- на враждебные (органы управления не согласны со сделкой).

Говоря об отношениях персонала к слияниям и поглощениям, нельзя не упомянуть о теориях, раскрывающих внутренние мотивы организаций, прибегающих к данному методу. Широкую известность получили три теории:

- 1) теория синергетических эффектов (синергетическая теория);
- 2) теория агентских издержек;
- 3) теория гордыни

Синергетическая теория получила наиболее широкое распространение, ее основоположниками считаются Десаи, Ким и Брэдли [85]. Суть данной теории в том, что при интеграции у организаций может возникнуть ряд преимуществ. Как было отмечено ранее, основной целью деятельности организации является максимизация благосостояния её собственников. Исходя из данного принципа, организации прибегнут к интеграции в случае увеличения стоимости бизнеса (достижения синергетических эффектов).

Теория агентских издержек базируется на иных принципах, нежели синергетическая теория. Основные положения данной теории были изложены в трудах М. Дженсена и Меклинга [89]. Суть теории состоит в том, что менеджеры предприятия рассматриваются как агенты акционеров. В вопросе распределения свободных денежных потоков может возникнуть конфликт интересов (на выплату дивидендов или на инвестиционные проекты, вероятно, не эффективные).

Слияния и поглощения также объясняются конфликтом интересов между агентами и собственниками бизнеса, поскольку в данном случае для агентов максимизация благосостояния собственников не является основной целью.

Теория гордыни предложена Р.Роллом также в противовес синергетической теории [91]. Базируется на предположении о том, что слияния и поглощения осуществляются исходя из оценки менеджмента организации-покупателя - в основе решения (согласно данной теории) для осуществления сделки не лежит получение синергетического эффекта, решение основано на предположении организации-покупателя о том, что целевая организация недооценена рынком. Иррациональный подход можно обосновать гордыней покупателя с точки зрения данной теории.

Существуют и другие теории, обосновывающие мотивы менеджмента, прибегающего к слияниям и поглощениям - действия менеджмента, направленные на максимизацию стоимости бизнеса. Ниже представлены их основные принципы.

Теория иерархии. Менеджмент компании предпочитает внутренние источники финансирования внешним настолько долго, насколько это возможно (в целях оптимизации денежных потоков, и, как следствие, оптимизации стоимости организации). В основе теории лежит модель Майерса и Мэйлафа, которая базируется на принципе асимметричности информации у менеджеров и внешних инвесторов.

Сигнальная теория. Действия менеджеров по изменению структуры капитала организации должны восприниматься инвесторами как определенный сигнал к действию, при этом реальную доходность тех или иных активов в большинстве случаев знает только менеджмент.

Теория корпоративного контроля. Стоимость организации напрямую зависит от действия менеджеров. Соответственно, чем ниже стоимость по сравнению с предполагаемой ценой при эффективном управлении, тем неэффективнее действия менеджмента. Таким образом возможно отследить недооцененные активы и с этой целью менеджмент эффективной организации

может произвести враждебное поглощение организации с неэффективным менеджментом. В основе модель Харриса и Равива, которая предсказывает меньшую вероятность враждебного поглощения при увеличении долговой нагрузки.

Теория стэйкхолдеров. Максимизация стоимости бизнеса состоит не только в максимизации объемов продаж, но и в максимизации текущей цены подразумеваемых обязательств. При этом возникает сложность в оценке стоимости подразумеваемых обязательств, в асимметричности информации для менеджеров и стэйкхолдеров.

Теория манипуляций. Стремясь максимизировать благосостояние собственников, организация манипулирует рыночной ценой обыкновенных акций, обращающихся на фондовом рынке.

При этом различают 3 вида манипуляции:

- 1) манипуляция, основанная на действиях – действия, влияющие на реальную или оценочную стоимость организации
- 2) информационная манипуляция – распространение ложной или инсайдерской информации с целью роста/падению стоимости акций организации
- 3) торговая манипуляция – связана с покупкой/продажей крупного пакета ценных бумаг организации

Анализ теорий слияний и поглощений позволяет сделать вывод о том, что синергетическая теория базируется на принципах приращения стоимости бизнеса и является наиболее предпочтительной для предмета данного исследования.

Таким образом, были рассмотрены виды слияний и поглощений, проанализирован понятийный аппарат по данной тематике. Анализ широко распространенных теорий по слияниям и поглощениям позволил выделить синергетическую теорию, как наиболее применимую в рамках данного исследования.

1.2 Положения теории синергетической экономики для исследования сделок слияний и поглощений

В предыдущем разделе диссертации определено, что наиболее применимой теорией в рамках слияний и поглощений в целях данного исследования является синергетическая теория. Принимая во внимание, что одной из целей организации является максимизация благосостояния собственников, в частности, приращение стоимости бизнеса (получение синергетического эффекта) при слияниях и поглощениях, предполагается, что такого рода интеграционные сделки для оценки стоимости бизнеса необходимо рассматривать в рамках синергетической экономики, синергетической парадигмы.

В настоящее время практически невозможно представить ту область знания, которая не была бы затронута «синергетическими» исследованиями. Анализируя «синергетические» исследования, нередко можно столкнуться с различной трактовкой принципов синергетики. Причиной всему – отсутствие достаточно четкой определенности в положениях синергетики в силу множества направлений, школ, идей. Это разнообразие, в свою очередь, позволяет утверждать, что синергетика представляет собой парадигму, то есть, она олицетворяет определенные концептуальные рамки, фундаментальные идеи, принятые в научном сообществе, а также методы научного исследования [64].

Если же обратиться к истокам, то корень проблемы, описанной выше, кроется в тезисе, провозглашенном Хагеном, ибо термин "синергетика" был введен для обозначения междисциплинарного направления, в котором результаты его исследований в физике должны были дать толчок для сотрудничества специалистов из различных областей знания. Общность областей знания возможна лишь на концептуальном уровне из-за значительной разницы между ними. О том, что замысел Хагена субъективный и не до конца определен, говорит тот факт, что в разговоре между коллегами он говорил о том, что название «синергетика» случайно. В итоге же начинание оказалось Хагена оказалось

плодотворным во многом благодаря естественно понимаемой ассоциации синергетики с самоорганизацией.

Сегодня термин «самоорганизация» устойчиво ассоциируются с синергетикой [80, с. 98]. При этом, такая ассоциация имеет двойное значение. С одной стороны, эффект самоорганизации хоть и существенный, но всего лишь один из компонентов, который характеризует синергетику, с другой стороны – этот компонент и придает определенный, выделенный смысл синергетике, при этом представляя наибольший интерес и являясь наиболее существенной составляющей.

Альтернативу имеют как результаты, так и условия, движущие силы и причины самоорганизации. Например, в работе И.Р. Пригожина, касающейся диссипативных структур [35, с. 135], речь идет о когерентной самоорганизации, для которой альтернативой является континуальная самоорганизация индивидуальных микросистем, в свою очередь, разработанная А.П. Руденко. Говоря о континуальной самоорганизации, стоит выделить ее главную особенность: именно этот подход позволяет провести рассмотрение связи самоорганизации и саморазвития. В соответствии с развитыми взглядами способностью к саморазвитию и прогрессивной эволюции с естественным отбором обладают только индивидуальные микрообъекты с континуальной самоорганизацией и что именно прогрессивная химическая эволюция способна быть основанием для возникновения жизни.

Исходя из замысла Хагена и существующих традиций, можно дать определение термину «синергетика». Итак, синергетика – это научное направление, изучающее процессы образования и коллективных взаимодействий объектов (элементов), происходящие в неравновесных условиях в открытых системах; сопровождающиеся интенсивным обменом системы с окружающей средой и подсистем с системой; характеризующиеся отсутствием жесткой детерминации извне в поведении элементов; сочетающейся с взаимодействием объектов и имеющие результатом самоорганизацию, эволюцию систем.

Представляется целесообразным обратить внимание на то, чем реально занимаются специалисты в связи с исследованиями по синергетике, по этой причине также целесообразно отклониться от стремления к определению синергетики. Таким образом, переходим к основным характеристикам синергетической концепции самоорганизации.

1. Вначале следует отметить объекты исследования: ими являются открытые системы, находящиеся в неравновесном состоянии, и, как описывалось выше, характеризуются обменом веществом и энергией между системой с ее окружающей средой, между подсистемами с системой. Система погружена в среду, являющейся также ее субстратом.

2. Среда – совокупность находящихся в динамике объектов. Взаимодействие объектов в среде – близкодействие (контактное взаимодействие). Среда объектов может быть реализована в различных средах более низкого уровня (в физической, биологической и т.д.), характеризующейся как однородная. В составе системы реализуется дальноедействие – информационное и полевое взаимодействие.

3. Есть процессы организации и процессы самоорганизации: например, в отличие от самоорганизации, организация может характеризоваться образованием однородных стабильных статических структур. Общим же признаком для них является возрастание порядка.

4. Результат самоорганизации – взаимодействие, возникновение, взаимосодействие (к примеру, кооперация), а также регенерация динамических подсистем более сложных в информационном смысле, чем объекты среды, из которых они возникают. Система и ее составляющие являются динамическими образованиями.

5. Направленность процессов самоорганизации обусловлена:

- 1) внутренними свойствами подсистем
- 2) воздействиями со стороны среды.

6. Поведение элементов подсистем не является строго детерминированным, то есть, является спонтанным. Это же касается и системы в целом.

7. Наряду с процессами самоорганизации, в среде могут происходить и противоположные процессы, которые в определенный момент могут как преобладать (регресс), так и уступать (прогресс) процессам самоорганизации. Соответственно, сама система может иметь устойчивую тенденцию, либо претерпевать колебания к деградации (распаду) или к эволюции.

В своей основе самоорганизация может иметь процесс распада или преобразования структуры, который, в свою очередь, возник ранее в результате организации [27, с.119].

Это развернутое определение является необходимым для разработки критериев, необходимых при создании моделирующей самоорганизующейся среды, а также необходимым для конкретизации содержания, относящейся к синергетике.

Говоря о соотношении синергетики и самоорганизации, следует отметить, что содержание, на которое они распространяются, а также заложенные в них идеи неотрывны друг от друга. При этом, они имеют и различия. По этой причине синергетику как концепцию самоорганизации следует изучать, рассматривать в смысле взаимного сужения этих понятий на области их пересечения.

В нынешнее время баталии, в основном, политические, между социалистическими и капиталистическими странами заметно угасли, поскольку в мире доминируют экономики смешанного типа. Рассмотрим эти два механизма (конкурентный и плановый) с точки зрения синергетической экономики.

С точки зрения синергетической экономики не существует такой эволюционной экономической системы, которая была бы всегда устойчива. Эволюционная система априори подвержена трансформации в связи с воздействием как внутренних, так и внешних сил [79].

При прохождении системой некоторых критических значений, в ней могут происходить внезапные структурные изменения или хаос. Стоит отметить, что

чистая конкуренция имеет много полезных аспектов, даже учитывая то, что капиталистическое общество потенциально нестабильно. Это связано с тем, что в течение длительного времени могут поддерживаться условия, необходимые для идеальной конкуренции. В свою очередь, неустойчивость конкурентной системы может приводить к неравенству среди людей.

Исходя из того, что для экономической системы характерен хаос, можно сделать вывод о том, что отдельные лица всегда могут испытать удачу, им может выпасть шанс: кому-то раньше, а кому-то позже.

Напрашивается вывод о том, что из-за нестабильности капиталистической экономики, некоторые могут стать богатыми, сорвав «куш» однажды, а другие так и останутся бедными, даже несмотря на то, что всю жизнь будут трудиться на постоянной сложной работе. Налицо неравенство среди населения, причем это неравенство, не может быть предотвращено с помощью чисто конкурентного механизма. В такой экономической системе люди будут осознавать, что у них есть шанс на этот самый «куш» либо дополнительную прибыль, поэтому они приложат много усилий, улучшая эффективность производства и применяя инновационные подходы. Эта точка зрения синергетической экономики сравнима с точкой зрения Шумпетера [42, С.17]. Усилия людей, направленные на получение положительной прибыли, будут способствовать неустойчивости системы в целом, но в явном виде выделить связь между усилиями людей и неустойчивостью невозможно. С другой стороны, именно благодаря сложному взаимодействию между усилиями граждан и неустойчивостью эта (капиталистическая) система всегда пребывает в движении. В общественных устройствах такого типа намечается не только возможность, но и всевозрастающая тенденция увеличения неравенства между богатыми и бедными. По той причине, что чисто конкурентный механизм не в состоянии устранить это неравенство, идеальное капиталистическое общество не может существовать вечно, поскольку при такой возрастающей тенденции не будет иметь поддержку среди большинства.

Синергетическая экономика наглядно демонстрирует, что при неустойчивой, нестабильной экономической системе могут быть совершенно

непредсказуемые структурны изменения, например, Великая депрессия. Чтобы предотвратить такие последствия, нужно вводить некий стабилизатор (регулятор). Если проводить последовательную стабилизационную политику, то можно избежать серьезных последствий (например, резкого падения производства, подобное тому, которое произошло во время Великой депрессии): именно так считал Кейнс, который пытался рассматривать правительство как стабилизирующий фактор. К примеру, благодаря деятельности правительства могут решаться социальные проблемы. Впрочем, Кейнс считал, что и сложности экономической эволюции можно решить с помощью правительства: такой оптимизм присущ кейнсианству, поскольку в этой теории заведомо предполагается, что вмешательство правительства всегда сможет гарантировать устойчивость экономики.

Как было сказано ранее, капиталистическая система нестабильна: по этой причине последователи Маркса пытались заменить ее централизованной плановой системой. Предполагалось, что хаотичную жизнь можно заменить мирной, в которой все будет регулироваться централизованным планированием. Все люди будут равны почти во всех отношениях, и все будут хозяевами страны. Предполагалось, что демократия станет одной из характеристик социалистического общества. Думалось также, что рост социалистической экономики должен быть быстрее, поскольку в нем было централизованное планирование.

Главная характеристика такого общества состоит в том, что идея максимального счастья общества, в принципе, достижима. Однако, возникает серьезная дилемма: можно устранить неустойчивости системы и добиться в целом ее устойчивости, но нет ни одной теории, которая бы доказывала, что устойчивая система является эффективной (этот вопрос очень актуален на длительном отрезке времени). А если нет гарантии эффективности, то нет смысла и у устойчивости в долгосрочной перспективе. Если же возникает неустойчивость, то становится совершенно неясно, как можно добиться всеобщего равенства.

Далее подробно рассмотрим модели экономических систем: исходя из уровня индустриализации, среднего дохода, а также других факторов, экономические системы принято делить на развитые и развивающиеся. Однако, с точки зрения экономики сложно классифицировать экономику как развитую или развивающуюся. Одной из причин такой сложности является то, что «развитие» – понятие относительное. К тому же, в развивающихся странах экономический механизм не работает так идеально, как в странах развитых.

В силу того, что в характеризующие устойчивость экономические функционалы не включена «эффективность» компонентов, данный вопрос за рамками экономических теорий. Весьма различны проблемы, стоящие перед развитыми и развивающимися странами. Чаще всего к проблемам развивающихся стран можно отнести: низкую эффективность производства, коррупцию чиновников, низкую прибыль, загрязнение окружающей среды и т.д. В развитых же странах – это безработица и высокая инфляция. Проблемы отражают различные заботы, с которыми приходится сталкиваться на различных этапах экономического развития. Для того, чтобы преодолеть некоторые сложности, воспользуемся синергетической экономикой.

Понятие экономического «взлета» ввел Ростоу для того, чтобы описать структурные изменения в ходе экономического развития. Экономический «взлет» имеет место быть при преодолении старых сдерживающих факторов, когда быстро растет производство, а экономика входит в длительный непрерывный период роста. В терминах синергетической экономики экономический «взлет» интерпретируется как катастрофа. Критическая фаза такого «взлета» может занимать относительно короткий период времени, и характер произошедшего структурного изменения зависит от структуры всей системы. Если система не будет находиться вблизи критической точки (положения), то сдвиг одного фактора не приведет к структурным изменениям. При нахождении системы в критическом положении, структурные сдвиги могут быть вызваны множеством различных факторов. В Британии, к примеру, по Ростоу, экономический «взлет»

длился два десятилетия после 1783 г., а этому скачку предшествовали столетия подготовки, которые тянутся еще из раннего средневековья.

Многие ошибочно полагают, что в развивающихся экономических системах скачок возможен при достаточной финансовой поддержке и некоторых благоприятных факторов. Но ранее уже было сказано о том, что структурные сдвиги системы возможны лишь при нахождении вблизи критической точки. Отсюда следует еще и то, что при устойчивом положении системы малые сдвиги параметров могут приводить лишь к малым изменениям в целом в системе.

Исходя из того, что критические точки зависят от системы в целом, то изменения части структуры, например, какой-либо стратегии, с малой вероятностью может оказать влияние на характер экономического развития в целом, так как в других существенных аспектах общество не готово к внезапным переменам. Таким образом, существенно влияние на общество при изменении внешних факторов не будет наблюдаться, если в целом общество к этому не готово. В силу того, что перемены в экономическом развитии в целом зависят от многих факторов, процесс трансформации обычно происходит длительное время.

Данные предположения актуальны и для слияний и поглощений. Предполагается, что эффективное развитие организации нужно рассматривать с точки зрения синергетической экономики, поскольку [76, с. 528]:

1) современная экономика развивается нелинейно, экономическая среда быстро меняется [64]. Соответственно, данный фактор невозможно игнорировать при прогнозировании результатов деятельности организаций, особенно при слияниях и поглощениях.

2) исходя из ранее озвученных предположений, можно сделать вывод о том, что устойчивость не гарантирует эффективности. Поскольку организации нацелены на эффективное развитие (в нашем случае максимизация 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.

3) 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.

Как было отмечено ранее, целью слияний и поглощений является достижение конкурентных преимуществ, что в конечном итоге должно выразиться в приращении стоимости бизнеса. Эти преимущества могут быть различным, оттого и различными будут мотивы организаций. Принято делить такие мотивы на три основные группы:

- 1) снижение издержек организации (уменьшение оттока ресурсов)
- 2) увеличение притока ресурсов либо их стабилизация
- 3) иные мотивы, которые нейтральны к движению ресурсов

Итак, первая группа мотивов связана со снижением издержек. Рассмотрим их более тщательно.

1.1. Экономия на масштабе производства.

Экономия проявляется в том, что будет снижаться средняя величина издержек, приходящаяся на единицу продукции, при увеличении производства (объемов производства). Такая экономия, в основном, достигается тем, что постоянные издержки распределяется на больший объем производства. Иначе говоря, в этом случае при слиянии те же имеющиеся ресурсы используются более эффективно, что позволяет увеличивать производство.

1.2. Мотив повышения эффективности работы за счет централизации функций.

При слиянии организации получают дополнительные преимущества касательно закупок. Поскольку закупки будут выше, то и цена по ним, вероятно, будет ниже - благодаря лучшим условиям (скидкам). То есть, при объединении организации получают мощный рычаг воздействия на закупочные цены.

1.3. Мотив ликвидации дублирующих функций.

В данном мотиве такие плюсы: вместо двух систем управления организациями образуется одна, таким образом, будут устранены функции,

дублирующие друг друга. Это же, в свою очередь, позволит экономить на заработном плане, то есть, снижаются расходы организации.

1.4. Мотив устранения неэффективности управления.

В некоторых организациях управление зачастую неспособно эффективно использовать имеющиеся ресурсы. Такие организации, зачастую, и становятся целями поглощения, в результате же штат сотрудников снижается, либо меняется для повышения эффективности управления.

1.5. Мотив кооперации в области НИОКР.

Чаще всего у различных организаций свои преимущества и свои возможности. У кого-то есть инновационные решения, но нет возможности их реализовать. У других же много возможностей для реализации, но не хватает именно научных, инновационных идей. Слияния таких организаций помогает им воплотить в жизнь эти идеи, позволяет максимально использовать свои преимущества. Не исключено также, что научно-технические разработки разных организаций могут дополнять друг друга, что также позволит достичь положительного эффекта от слияний.

Этот мотив чаще встречается в наукоемких отраслях. Можно заметить, что он частично соприкасается с другими мотивами, но всё же в нем есть свои особенности, которые позволяют его выделить отдельным пунктом.

1.6. Мотив преимуществ на рынке капитала.

Объединение организаций позволяет им получать заемные средства на более выгодных условиях, ведь в случае транснациональных организаций сама организация может выступать гарантом надежности и стабильности. Получение же кредитов на лучших условиях позволит реализовывать крупномасштабные проекты, которые организации по отдельности не могли бы реализовать.

1.7. Мотив уменьшения отчислений в бюджет.

Преимущества в сфере налогообложения могут возникать в случаях, когда приобретение создает преимущество с точки зрения налогового законодательства или, когда организация может использовать операционные убытки организации-цели. Таким образом, можно снизить налоговое бремя. Также следует отметить и

возможность увеличения амортизационных отчислений, что также снизит налоговое бремя и увеличит стоимость организации.

Конечно же, существуют и другие мотивы, относящиеся к первой группе. Но выше перечислены основные из них, поэтому теперь перейдем ко второй группе мотивов.

2.1. Мотив комплементарных ресурсов.

Такой мотив объясняется тем, что объединяющиеся организации обладают комплементарными ресурсами и при слиянии их использование будет максимально эффективно. Предполагается, что в таких случаях есть все возможности для повышения стоимости организации, поскольку после объединения себестоимость ресурсов будет меньше, чем их отдельная закупка на рынке сырья.

Данный мотив может быть не только у мелких организаций, но и у больших. Так, например, известны случаи, когда большие организация проводили такие сделки с мелкими для того, чтобы получать у них нужные для производства ресурсы. Как было отмечено ранее, в силу того, что эти ресурсы обходились бы дешевле, чем их покупка.

2.2. Мотив приобретения крупных контрактов.

В результате слияния или поглощения может образоваться крупная организация, которая будет занимать весомую долю на рынке. Это же будет иметь свои преимущества, так, у крупной организации будут выше шансы на большие контракты, которые к тому же будут и выгоднее.

2.3. Мотив преимуществ на рынке капитала.

Этот мотив был уже упомянут выше. Отмечалось, что сама организация может быть гарантом стабильности, что позволит ей получать кредиты на большие суммы на лучших условиях. Но кроме этого, организация может также лучше и эффективнее распоряжаться внутренним капиталом, применяя, например, диверсификацию и трансфертные цены.

2.4. Мотив монополии.

При данном мотиве стоит сказать о том, что в некоторых случаях организации могут путем слияний и поглощений добиваться монополии на производство или реализацию какого-либо вида продукции. При несовершенной конкуренции такой мотив наиболее актуален, поскольку организация с наибольшим потенциалом будет иметь и большие возможности. В данном случае есть загвоздка: антимонопольное законодательство, которое может ограничивать сделки, которые явно направлены на повышение цены. Бывают случаи, что организации выкупают своих конкурентов, а потом ликвидируют эти организации. Объясняется же это тем, что такое действие будет менее затратным, чем понижении цены в целях поддержания конкурентоспособности.

2.5. Диверсификация производства.

Такой мотив исходит из того, что организации при слиянии могут использовать излишние ресурсы, направляя их в другие отрасли. Диверсификация, выраженная как в увеличение ассортимента товаров и услуг, так и географическая, является важным источником достижения синергетического эффекта. К тому же, диверсификация способствует снижению рискованности операций, стабилизирует поток доходов и выгодна не только для самой организации, но и для её работников, поставщиков, потребителей (благодаря расширению ассортимента продукции).

2.6. Мотив доступа к информации.

В наше время информация играет важную роль. Организации же в процессе деятельности накапливают различный опыт. А после слияний и поглощений этот опыт объединяется и его совместное использование может способствовать повышению рентабельности производства.

Но также при такого рода сделках стоит учитывать устои и традиции персонала обеих организаций. Ведь конфликты между персоналом могут служить непреодолимым барьером в достижение положительного эффекта от слияний. Зачастую, сотрудники уходят в другие организации, а их замена также будет стоить затрат. Поэтому решение данной проблемы нужно продумать заранее – в целях уменьшения непредвиденных расходов.

Таковы основные мотивы, относящиеся ко второй группе. Далее изучим третью группу – мотивы, нейтральные к движению ресурсов.

3.1. Мотив разницы в рыночной цене организации и стоимости ее замещения.

Такой мотив возникает, когда легче купить уже существующую организацию, нежели создать новую. То есть, данное слияние будет выгодно, когда покупка организации (ее активов) будет дешевле, чем замещение этих активов. А разница (между покупкой организации и её замещением) возникает из-за несовпадения рыночной и балансовой стоимостей.

3.2. Мотив разницы между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью.

В данном случае явно имеет место недооценка активов самой организации. Ведь часто можно встретить ситуацию, когда организация можно продать дороже после покупки ее по рыночной цене. При этом возникает проблема нахождения недооцененных организаций, ведь очень часто оценки бывают субъективными.

В современное время, к сожалению, или к счастью, данный мотив во многих ситуациях имеет определяющее место. Ведь риск неполучения прибыли из вложений в долгосрочные проекты зачастую выше, чем при такой операции. Из минусов можно отметить то, что зачастую продаются хорошо функционирующие организации. Хотя есть и свои плюсы: например, происходит замена изношенных фондов либо они модернизируются.

3.3. Мотив защиты от поглощений.

Бывают и случаи, когда организациям грозит поглощение иностранной организацией. И, чтобы обезопасить себя от такой сделки, организации могут прибегнуть к слиянию с непривлекательной для иностранной организации предприятия, либо с предприятием, покупка которого иностранной организацией осложнена из-за законодательства, в том числе и антимонопольного.

Существует также и другой мотив, помимо перечисленных – достижение синергетического эффекта. И этот мотив является одним из самых важных, если не самым важным при слияниях и поглощениях.

Чаще всего у различных организаций свои преимущества и свои возможности. У кого-то есть инновационные решения, но нет возможности их реализовать. У других же много возможностей для реализации, но не хватает именно научных, инновационных идей. Слияния таких организаций помогает им воплотить в жизнь эти идеи, позволяет максимально использовать свои преимущества. Не исключено также, что научно-технические разработки разных организаций могут дополнять друг друга, что также позволит достичь положительного эффекта от слияний.

Синергия – это потенциальная дополнительная стоимость, возникающая при объединении двух организаций. Именно синергия чаще всего выдвигается как причина слияний и поглощений, причем как правильно, так и неправильно.

Проще говоря, синергия – это когда « $2+2=5$ ». То есть, когда две объединяющиеся организации совместно будут стоить дороже, чем суммарно, когда функционировали самостоятельно.

При этом стоит отметить, что по исследованиям различных консалтинговых организаций, около 70 % сделок M&A не достигают синергетического эффекта. Происходит это, конечно же, по различным причинам, например, из-за переоценки возможностей консолидированной организации.

Для оценки такого эффекта нужен ряд критериев. Нельзя не учитывать и тот факт, что активы организации-цели уже могут быть оптимизированы и надо исходить из того, что все решения органов управления направлены на повышение стоимости организации, на ее максимизацию.

В основном, синергию делят на операционную и финансовую. Операционная синергия выражается в увеличении операционного дохода или увеличении темпов роста, а также возможна ситуация, когда происходит и то, и другое. Операционные синергии можно подразделить на четыре типа:

- 1) экономия от масштаба
- 2) возможность повышения цены
- 3) объединение различных функциональных сил
- 4) ускоренный рост на новых или существующих рынках

В итоге можно утверждать, что операционные синергии могут влиять на маржу и темпы роста, а через них и на стоимость организаций, которые участвуют в М&А.

При финансовой же синергии преимущество может заключаться либо в увеличении денежных потоков, либо в снижении стоимости привлечения капитала (ставки дисконтирования). Источниками финансовой синергии являются:

- 1) объединение организации с избыточной наличностью и организации с высокодоходными проектами;
- 2) рост возможности заимствования;
- 3) использование положительных эффектов от использования отложенных налоговых активов (ОНА).

Особенности операционной и финансовой синергии были раскрыты при рассмотрении мотивов.

Достижение синергетических эффектов чаще всего анализируется в рамках снижения издержек организации. Анализируются также и новые возможности заимствования, но упускается из вида важная деталь – это корпоративное деятельность до и после слияний и поглощений. Организации располагают портфелем активов, после объединения же этот портфель нужно пересмотреть. То есть, нужно изменить соотношение реальных и финансовых активов – и из различного набора комбинаций возможных портфелей нужно выбрать тот, который повысит доходность. Конечно же, при этом этот портфель должен удовлетворять допустимому уровню риска. И поэтому напрашивается вывод, что достижение такой оптимальной структуры даст дополнительный положительный эффект для объединенной организации.

Таким образом, были проанализированы основные принципы, характеристики синергетической экономики. В ходе анализа было доказано, что её принципы применимы и в рамках слияний и поглощений. Также были рассмотрены основные мотивы, которые возможны у предприятия при интеграционных сделках. Понимание мотивов на предынвестиционной стадии

является необходимым условием для корректного прогнозирования будущих денежных потоков.

1.3 Методы оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений

Предполагается, что при слияниях и поглощениях возможно достижение положительных эффектов. Вопрос заключается в том, как оценить такого рода эффекты. В связи с негативной статистикой сделок по слияниям и поглощениям, данный вопрос актуален в нынешнее время. Для решения поставленной задачи в начале необходимо определить целевую организацию, рассчитать ее стоимость, что является трудоемким процессом, поскольку при слияниях и поглощениях оценивается инвестиционная стоимость организации, то есть ее возможность генерировать положительные денежные потоки в будущем.

Для выполнения данной задачи существует 3 подхода:

- 1) доходный;
- 2) затратный;
- 3) сравнительный

Данные подходы применимы для оценки стоимости бизнеса, однако, базируются они на различных методах и принципах. Отсюда следует, что им присущи различные преимущества и недостатки. По этой причине подробнее остановимся на их сравнительном анализе.

Начнем анализ со сравнительного подхода. Суть данного анализа состоит в сопоставлении идентичных сделок, которые осуществлялись в прошлом, либо нахождении организаций, наиболее близких по характеристикам к целевой организации. Синергетический эффект в данном случае рассчитывается на основе курсовой стоимости акций. Неотъемлемой частью сделки является премия собственниками бизнеса, следовательно, напрашивается вывод о том, что данная премия должна быть ниже синергетического эффекта. Преимуществом данного метода является тот фактор, что курсовая стоимость отражает ожидания

инвесторов, при этом, данный фактор порождает и недостатки: сложность прогнозирования ожиданий, акции могут быть переоценены/недооценены. В стандартном случае данные недостатки решаются с помощью мультипликаторов, например, P/E - капитализация/прибыль организации за отчетный период. Однако, существуют и другие недостатки сравнительного подхода:

- не существует двух абсолютно идентичных сделок или организаций с одинаковыми показателями.
- невозможно с помощью сравнительного подхода учесть всевозможные синергетические эффекты.

Таким образом, применение сравнительного подхода позволяет добиться учета лишь приблизительного значения синергетического эффекта.

Далее проведем анализ затратного подхода. Суть данного метода заключается в оценке стоимости имущества организации, его материальных и нематериальных активов. При этом данные активы могут как приобретаться на стороне, так и вновь создаваться. При пристальном рассмотрении очевиден главный недостаток данного подхода - оценивается не бизнес, а активы. Отсутствует возможность учета нематериальных активов, присущих бизнесу, что активам в отдельности от бизнеса не присуще. В заключении, можно сделать вывод о том, что данный подход для оценки инвестиционной стоимости практически неприменим, поскольку не учитывается в оценке синергетический эффект.

В большинстве случаев на практике для расчета синергетического эффекта и для оценки стоимости бизнеса применяется доходный подход. При данном подходе синергетический эффект учитывается как прирост дисконтированных денежных потоков для акционеров, соответственно, в основе доходного подхода лежит метод дисконтированных денежных потоков (в общем случае). В качестве факторов прироста денежных потоков выступают снижение издержек, экономия на налогах, прирост выручки и т.д. (ранее описаны в мотивах слияний и поглощений).

В итоге можно констатировать, что из трех подходов для оценки стоимости бизнеса наиболее объективно применимым является доходный подход. Данному методу также присущи недостатки, основной из них – трудоемкость расчетов, сложность прогнозирования и учета всех факторов. Недостаток возникает из-за необходимости в правильной оценке будущих денежных потоков, в ретроспективном анализе деятельности организаций и аналогичных сделок, в корректном расчете ставки дисконтирования. В таблице 1 представлена сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости бизнеса (как инвестиционной, так и рыночной).

Как отмечалось ранее, необходимо выбрать доходный подход, позволяющий учесть всё многообразие форм синергетического эффекта. При применении доходного подхода в стандартном случае расчет синергии будет осуществляться в 4 шага [77, с. 1052]:

1) первый шаг включается в себя оценку стоимости организаций до интеграции на основе метода дисконтированных денежных потоков (ДДП), то есть, также необходимо рассчитать ставку дисконтирования. Для её расчета можно использовать различные методики: (WACC, метод кумулятивных построений, CAPM и т.д.)

Таблица 1 – Сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости организации в сделках слияний и поглощений

Подход	Преимущества	Недостатки
Доходный	Позволяет учесть все источники синергетического эффекта, а также произвести их оценку; Учитываются будущие денежные потоки, уровень риска; Учитываются интересы акционеров, подход является наиболее информативным в сделках слияний и поглощений	Сложность объективной оценки будущих денежных потоков; Трудность выбора при нескольких нормах доходности; Трудоемкие расчеты.
Сравнительный (рыночный)	Используются реальные рыночные данные;	Возможно отсутствие точной информации по сделкам M&A;

Подход	Преимущества	Недостатки
	Идет сравнение с осуществленными сделками слияний и поглощений; Учитываются отраслевые особенности сделок.	Учитывается только ретроспективная информация; При расчетах требуется множество поправок.
Затратный	Учитывается влияние производственных и хозяйственных факторов на стоимость активов; Уровень развития технологии оценивается с учетом износа активов; Обоснованные результаты расчетом, поскольку источник информации – документы организации.	Учитывается лишь операционная синергия, что снижает результат оценки; Не учитываются риск, перспективы развития организации, рыночная ситуация на данный момент; В деятельности организации связь между текущими и будущими результатами отсутствует, что существенно для М&А.

Источник: составлено автором

Ниже представлена общая формула для расчета денежного потока [74, С. 67]:

$$CF = (V - Z) * (1 - N) + A * N - (CX + \Delta WC) + LV, \quad (1)$$

где V – выручка,

Z – расходы,

N – налог на прибыль,

A – амортизация,

CX – инвестиции,

ΔWC – изменения в рабочем капитале,

LV – ликвидационная стоимость.

Стоит отметить, что при этом возникает необходимость в расчете стоимости организации в постпрогнозный период – в расчете терминальной стоимости. Это связано с тем, что организация после окончания прогнозного периода также способна генерировать денежные потоки.

Для учета данного фактора – терминальной стоимости – в основном применяется модель Гордона. Расчет по модели Гордона представлен ниже [78, с. 8]:

$$FV = \frac{CF_{(n+1)}}{r-t}, \quad (2)$$

где FV – терминальная стоимость

$CF_{(n+1)}$ – денежный поток,

r – ставка дисконтирования,

t – долгосрочный темп роста

При этом нужно учитывать важные допущения и факторы:

1) темп роста организации в постпрогнозный период должен быть умеренным, на уровне 3-5 %, поскольку в данной модели не учитывается капитальные вложения, то есть в неё не заложены качественные скачки в деятельности организации.

2) коэффициент капитализации ($r-k$) равен ставке дисконтирования в том случае, когда темп роста равен нулю.

Вместо модели Гордона допустимы и другие варианты, один из них - расчет ликвидационной стоимости. Ликвидационная стоимость включает в себя высвобождаемый рабочий капитал и остаточную стоимость активов. В данном исследовании будет рассчитываться ликвидационная стоимость, поскольку в нынешних условиях – условиях неопределенности – затруднительно спрогнозировать долгосрочные темпы роста.

Вернемся к ставке дисконтирования. Она может рассчитываться различными методами, как было отмечено ранее. Рассмотрим их подробнее:

1. CAPM - модель оценки капитальных активов (модель оценки финансовых активов). При использовании CAPM расчет ставки дисконтирования представлен ниже [74, С.68]:

$$r = r_f + \beta_i * (E(r_m) - r_f), \quad (3)$$

где r_f – безрисковая ставка,

β_i – мера систематического риска,

$E(r_m)$ - среднерыночная доходность.

Данная модель предназначена для расчета ставок дисконтирования организаций, котирующихся на фондовой бирже.

2. WACC – средневзвешенная стоимость капитала. Рассчитывается таким образом:

$$WACC = k_c * w_c + k_z * (1 - N) * w_z, \quad (4)$$

где k_c – стоимость собственного капитала,

w_c – доля собственного капитала в организации,

k_b – стоимость заемного капитала,

w_b – доля заемного капитала в организации

N – ставка налога на прибыль.

Результат по данной модели напрямую зависит от положений Налогового кодекса Российской Федерации. Ставка по заемным средствам для применения коэффициента $(1-T)$ не должна превышать B , где B = ключевая ставка * 125 %, что следует из ст. 269 Налогового кодекса Российской Федерации [2]. В случае превышения данного показателя, формула WACC претерпит изменения в части стоимости заемного капитала [74, С.68]:

$$WACC = k_e * w_e + k_{b_1} * (1 - T) * w_{b_1} + k_{b_2} * w_{b_2}, \quad (5)$$

где $w_{b_1} + w_{b_2} = w_b$

3. Метод кумулятивных построений. Также называется методом суммирования, поскольку основан на сложении базовой компоненты и надбавок за риск. В качестве базовой базовой компоненты в большинстве случаев выступает безрисковая ставка – в целях данного исследования за данную ставку взята ставка дохода по еврооблигациям Российской Федерации; также возможно использование в качестве безрисковой ставки усредненной ставки по депозитам крупнейших банков Российской Федерации.

Кратко резюмируя, стоит отметить, что выбор модели расчета ставки дисконтирования зависит от целей инвестора и имеющихся данных (какая информация доступна, котируются на фондовой бирже организации или нет и т.п.). В части учета рисковых компонент и безрисковой составляющей также нет жестких ограничений. Например, Т.Г. Касьяненко и Маховикова Г.А., предлагают следующую классификацию рисковых компонент [14, с. 165]:

- руководящий состав: есть ли в системе управления ключевая фигура и имеются ли резервы в случае каких-либо перемен в этой системе.
- размер организации (крупная или небольшая организация, функционирует она в монопольной или конкурентной среде)
- источники финансирования (сравнивается размер собственных и заемных средств, оценивается доходность видов финансирования и их соответствие нормативам)
- товарная и территориальная диверсификация (оценивается товарный ассортимент у организации, возможность выхода на внутренние и внешние рынки)
- диверсифицированность клиентуры (оценивается количество покупателей у организации, рассчитывается объем спроса, приходящийся на наиболее крупных клиентов)
- доходы: рентабельность и прогнозируемость (оценивается доходность основных показателей организации – какая отдача со вложенного рубля, также оцениваются данные показатели в динамике)
- вероятность банкротства
- прочие (риски, присущие определенной организации, отрасли; в том числе глобальные риски)

Для каждого пункта применяется интервал значений от 0 до 5 % (максимум 40 %). В итоге к сумме показателей прибавляется безрисковая ставка. Безрисковая ставка – процент доходности по активам с минимальным риском. Таким образом формула ставки дисконтирования:

$$r=r_f + \text{надбавки за риск} \quad (6)$$

Схожий подход в выделении рисковых компонент и у Щербакова В.А. и Щербаковой Н.А., за исключением компонента – вероятность банкротства, он отсутствует, то есть максимальный размер премии за риск – 35 % [21]. В трудах Ивашковской И.В. особое внимание уделяется стратегической ответственности совета директоров в моделировании стоимости бизнеса [13]. Анализ других подходов (Черемушкин С.В., Васильева Л.С, Петровская М.А. и т.д.) позволяет

сделать вывод о том, что идет привязка либо к рыночному β -коэффициенту, либо к внешним и внутренним факторам.

Таким образом, проведенный анализ существующих подходов к оценке рисковых компонент позволил выявить ряд недостатков:

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

2) используемое значение риска от 0 до 5 процентов 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:

1) в сделках слияний и поглощений в основном используется внешняя информация, внутренняя зачастую отсутствует (сложно получить на предынвестиционной стадии). Будут учитываться метрики, оцениваемые без внутренней информации (таблица 2).

Таблица 2 – Показатели эффективности деятельность организации

Индикатор	Коэффициент	Целевое значение
k_01	Независимости	$\geq 0,5$
k_02	Финансовой зависимости	$\leq 0,4$
k_03	Соотношения ЗК И СК	0,5 - 1,0
k_04	Долгосрочной финансовой независимости	0,8 - 0,9
k_05	Собственных оборотных средств (СОС)	$> 0,1$
k_06	Прогноза банкротства	↑
k_07	Соотношения ОА и ВНА	индив. ($\geq k_03$)
k_08	Маневренности (СОС/СК)	0,2 - 0,5
k_09	Дебиторской задолженности	$\leq 0,4$
k_10	Материалоотдача	↑

Индикатор	Коэффициент	Целевое значение
k_11	Соотношения ВнА и СК	0,5 - 0,8
k_12	Обеспеченности материальных запасов СОС	1-0,5
k_13	Долгосрочной обеспеченности материальных запасов	↑
k_14	Фондоотдача	↑
k_15	Текущей ликвидности	≥ 1 (до 2)
k_16	Срочной ликвидности	$\geq 0,7$ (до 1,5)
k_17	Абсолютной ликвидности	$\geq 0,2$
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	умеренное ↑
k_34	Оборачиваемости дебиторской задолженности	↓
k_35	Оборачиваемости кредиторской задолженности	↑ (умеренное)

Источник: составлено автором

2) возможен отход от качественной оценки к количественной. К недостаткам кумулятивного подхода, в основном, приписывается качественный характер данного метода. В данном случае возможен уход от этого недостатка.

Из всех финансовых показателей репрезентативны и оценимы 35 показателей, характеризующих эффективность деятельности организаций.

Все коэффициенты оцениваются от 0 до 1 процента и учитывают две составляющие:

- соответствие нормативу
- изменение в динамике

При соответствии нормативу рисковая компонента равна 0 %, при положительной динамике и несоответствии нормативу равна 0,5 %, при несоответствии нормативу и отрицательной динамике равна 1 %. Если у показателя отсутствует норматив, то оценивается динамика показателя (либо 0 %, либо 1 %).

Использование единого подхода для всех показателей обоснованно, поскольку:

1) в научной литературе не обозначено превалирование одних показателей над другими;

2) снижение максимального значения по каждому показателю с 5 до 1 процента позволяет исключить возможность манипулирования, поскольку отсутствует возможность субъективного чрезмерного завышения или занижения;

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

4) учет безрисковой компоненты необходим, поскольку в условиях «идеального предприятия» ставка дисконтирования не может быть ниже значения безрисковой компоненты. Данный тезис также нашел отражение в трудах Тепловой Т.В. [18].

При этом необходимо отметить, что эти показатели делятся на 4 группы, являются базой финансовой аналитики, оценки стоимости бизнеса, финансового моделирования, обеспечивают количественную информацию для принятия управленческих решений, и необходимо их рассматривать в совокупности:

- 1) общие показатели эффективности (коэффициенты 1-14);
- 2) показатели ликвидности (15-17);
- 3) показатели рентабельности (18-32)
- 4) коэффициенты оборачиваемости (33-35)

Соответственно, суммарный риск в группах 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.

- второй шаг включает в себя оценку общей стоимости организаций до интеграции;

- третий шаг основан на оценке стоимости объединенной организации с учетом синергетических эффектов;

- четвертый шаг - расчет синергии путем вычета из стоимости организаций после интеграции стоимости организаций до объединения (итог третьего шага минус итог второго шага).

Таким образом, можно вывести формулу расчета синергетического эффекта, при этом, необходимо в ней также учесть интеграционные затраты (на осуществление и сопровождение сделки) [74, С.70]:

$$V_s = V_{ab} - (V_a + V_b) - C, \quad (7)$$

где V_s – синергетический эффект,

V_a – стоимость поглощающей компании,

V_b – стоимость поглощаемой компании,

V_{ab} – стоимость объединенной организации,

C – затраты на интеграцию.

Формулу для расчета синергии при использовании метода ДДП также можно представить следующим образом [74, С.70]:

$$V_s = \sum_{t=1}^n \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t}, \quad (8)$$

где ΔCF_t – денежный поток (дополнительный)

r – ставка дисконтирования.

Рассчитанный таким образом эффект позволит сделать вывод об эффективности сделки по слиянию и поглощению организаций. Формула (7) может быть дополнена премией по опциону, необходимость расчета эффекта синергии с учетом данного параметра будет описана далее.

Таким образом, были проанализированы основные подходы к оценке стоимости бизнеса. Выявлено, что возникновение синергетических эффектов позволяет учесть доходный подход. По результатам исследований предложен переход от качественной к количественной оценке рисков с использованием показателей эффективности деятельности организации, что должно снизить возможность манипулирования стоимостью собственного капитала при использовании метода кумулятивного построения.

Глава 2 Анализ возможностей использования опциона в оценке бизнеса в сделках слияний и поглощений и исследование рынков M&A

2.1 Понятие опциона, анализ моделей расчета премии по опциону

Опцион - это контракт, заключаемый между двумя заинтересованными участниками, один из которых является продавцом опциона, а другой – покупателем, который тем самым приобретает не обязанность, а право в течение определенного времени (срок должен быть оговорен в условиях сделки) либо купить, либо продать по фиксированной цене базисный актив.

По данной тематике широко распространена теория реальных опционов. Реальный опцион представляет собой право, но не обязанность, в целях развития организации принять какое-либо управленческое решение. То есть, проецируются принципы финансового опциона в реальных инвестициях. При использовании реального опциона предполагается получения ряда преимуществ, выраженных в гибкости принятия решений, комплексной оценке и, как следствие, обоснованности стратегических решений.

Существуют несколько видов реальных опционов:

- 1) опционы роста (на развитие) – дополнительные возможности после первоначальных вложений;
- 2) опционы на отсрочку начала проекта – период времени для принятия решения об инвестиционных вложениях/либо отказе;
- 3) опцион на приостановление бизнеса или переключение (на новые технологии, новый рынок, на иной масштаб деятельности);
- 4) опцион на выход из бизнеса (в случае убыточности предприятия);
- 5) комплексный опцион (сочетает в себе несколько видов) и т.д.

Теория реальных опционов базируется на принципах:

1) для оценки стоимости опциона используются две основные модели – модель Блэка-Шоулза и биномиальная модель (предполагает использование «дерева решений»);

2) в основном применяется для активов, активно торгуемых на биржевом рынке;

3) цена актива должна быть непрерывна (одно из ограничений модели Блэка-Шоулза);

4) среднеквадратическое отклонение не меняется в течение жизни опциона;

5) мгновенное исполнение опциона.

Эта теория применима и для сделок слияний и поглощений. В этом случае базисным активом будет выступать бизнес – его стоимость. На стоимость бизнеса вид опциона не будет оказывать влияния, поскольку в рамках слияния и поглощения будет интересоваться стоимость на конкретный момент, а также определенный интервал отсрочки, по истечении которого будет осуществлена сделка.

Наибольший интерес вызывает премия по опциону и ее характеристики. В диссертации подробно рассмотрим только опцион для покупки, для продажи ситуация будет обратная, по этой причине отдельно рассматривать оба варианта не представляется целесообразным.

В общем случае размер рыночной стоимости опциона зависит от факторов, представленных на рисунке 2. Особо следует из них выделить 5 основных:

- цена базисного актива;
- цена исполнения;
- оставшийся срок до истечения контракта;
- волатильность цены базисного актива;
- безрисковая ставка процента.



Рисунок 2 – Факторы, детерминирующие рыночную стоимость опциона

Источник: составлено автором

Волатильность цены базисного актива – важный параметр в современных реалиях, поскольку внешние факторы, такие как политическая и экономическая ситуация в стране, негативно влияют на рынок слияний и поглощений: возрастает неопределенность. Анализируя основные факторы, влияющие на стоимость опциона, можно утверждать, что в случае рассмотрения стоимости опциона как их функции, должны выполняться следующие условия:

- стоимость опциона больше нуля (положительная);
- стоимость опциона больше или равна внутренней стоимости (если срок контракта истек, то равна внутренней стоимости);
- стоимость опциона зависит от срока до истечения контракта (чем больше период до истечения, тем выше стоимость по аналогичному опциону)
- изменение стоимости опциона превышает изменение цены базисного актива (в процентном отношении);

- стоимость опциона меньше стоимости базисного актива;
- стоимость опциона увеличивается при росте волатильности цены базисного актива, также увеличивается при росте безрисковой ставки.

Данные условия проецируются и на премию по опциону.

Вернемся к принципам реального опциона. Проанализировав их, можно отметить, что:

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

По этой причине для расчета премии по опциону, кроме Модели Блэка-Шоулза будет проанализирован метод Монте-Карло.

При методе Монте-Карло вычисляется (основная задача при данном методе) значение какой-либо случайной величины. Говоря же об опционах купли европейского стиля, если быть точнее, расчета премии по ним, задача метода Монте-Карло сводится к расчету математического ожидания:

$$Po_{call} = \exp^{-rT} * -1 * (V_T - V), \quad (9)$$

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, то должно выполняться условие $V > V_T$.

Величина $\exp^{-rT} * -(V_T - V)$ будет являться стандартным дисконтированным выигрышем держателя опциона. Стоит заметить, что при небольшом значении T не обязательно выигрыш должен быть дисконтированным.

Теперь обратимся к формуле расчета премии по опциону на покупку американского стиля:

$$P_{o_{call}} = \max_{0 \leq t \leq T} [\exp^{-rt} * -1 * (V_T - V)], \quad (10)$$

Премия по опциону американского стиля отличается от европейской тем, что является функцией от времени, поскольку его исполнение может происходить на всём временном промежутке. По этой причине для расчета премии в данном случае необходимо построить сетку с равными интервалами, рассчитать при этих значениях премии и выбрать из них максимальное значение.

Вторая модель расчета премии по опциону на покупку европейского стиля - формула Блэка-Шоулза:

$$P_{o_{call}} = \exp^{-rT} * (V_0 \exp^{\mu T} \Phi(d_+) - V \Phi(d_-)), \quad (11)$$

где

$$d_{\pm} = \frac{1}{\sigma \sqrt{T}} (\ln \frac{V_0}{V} + T(\mu \pm \frac{\sigma^2}{2})), \quad (12)$$

где $\Phi(d_{\pm})$ – функция распределения стандартной нормальной случайной величины,

V_0 – стоимость базисного актива в момент покупки (V_T),

σ – стандартное квадратичное отклонение

μ – параметр, который в стохастическом дифференциальном уравнение задается в зависимости от базисного актива:

✓ $\mu = r$ для опционов, в которых базисный актив – акции, по которым не выплачиваются дивиденды;

✓ $\mu = r - q$ для опционов, в которых базисный актив – акции по которым выплачиваются дивиденды с заданной непрерывной ставкой q ;

✓ $\mu = r - r_f$ для валютного опциона, где r_f - безрисковая процентная ставка в базисной валюте, а r - в валюте торговли.

✓ $\mu = 0$ для опционов, в которых базисный актив - фьючерсные контракты, в данном случае S_t - текущая фьючерсная цена;

✓ $\mu = r - q$ для опционов, в которых базисный актив – облигации, причем q в данном случае является приведенной купонной процентной ставкой.

По модели Блэка-Шоулза премия по опциону на покупку европейского стиля зависит от 5 переменных: цены базисного актива, цены исполнения, оставшегося срока до истечения контракта, волатильности цены базисного актива, безрисковой процентной ставки. При этом премия по опциону прямо пропорциональна всем параметрам, за исключением цены исполнения (в данном случае обратно пропорциональна).

Стоит заметить, что все 5 параметров по премии соответствуют параметрам опциона, о чем и говорилось ранее. Сравнивая же две модели – модель Блэка-Шоулза и модель Монте-Карло – для расчета премии по опциону для данного исследования целесообразнее остановиться на модели Монте-Карло для опциона европейского вида, этому способствует ряд причин:

1) в модели Блэка-Шоулза присутствует ряд показателей, которые в случае оценки стоимости бизнеса только усложняют расчеты, при этом они не необходимы в них (например, μ : функция распределения нормальной стандартной случайной величины);

2) в модели Монте-Карло нет жесткой привязки к линейному стохастическому дифференциальному уравнению с мультипликативным шумом. В ней нет необходимости, поскольку в качестве математической модели для цены базисного актива применяется доходный подход;

3) при выборе между европейским и американскими 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.

Таким образом, были проанализированы основные принципы применения теории реальных опционов и выявлены ограничения/недостатки данной теории: ограниченность для активов, не торгуемых на биржевом рынке и сложность расчетов при использовании модели Блэка-Шоулза. 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. Дополнительным

допущением является 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, позволит исключить из стоимости бизнеса ожидания инвесторов (что учитывается в капитализации). В рамках данного исследования в дальнейшем под опционом будет подразумеваться реальный опцион с указанными ранее допущениями.

2.2 Исследование состояния и тенденций развития рынков слияний и поглощений и источников финансирования сделок M&A

При осуществлении сделок слияний и поглощений организаций следует рассматривать их финансовый и нефинансовый контекст, где последний в значительной мере влияет на общий извлекаемый от этих сделок эффект. Представляется необходимым определить динамику развития, характеризующую рынок слияний и поглощений в России и за рубежом. На основе этого исследования разработаем рекомендации для стадий сделки.

В начале необходимо проанализировать прошедшие волны слияний и поглощений. Ниже представлен сравнительный анализ (таблица 3).

Далее необходимо исследовать современные реалии на российском рынке M&A. По данным «Слияния и поглощения в России» (mergers.ru), за 2014 г. было зафиксировано 2127 сделок на общую сумму 136 125,78 млн долларов США. В 2015 г. – 1457 сделок M&A на общую сумму 81 243,48 млн долларов США, то есть, объем сделок уменьшился более чем в 1,5 раза, темп роста составил 59,7 %.

Таблица 3 – Анализ волн слияний и поглощений

Волны слияний и поглощений, года	Особенности	Организации, участвовавшие в сделках	Причины окончания волны
Первая волна (1893-1904)	Горизонтальный характер сделок. Процесс консолидации ряда отраслей: нефтяной, химической, угольной, транспортной	American Tobacco, General Electric, Eastman Kodak, Dupont	Крах фондового рынка
Вторая волна (1916-1929)	Слияния и поглощения направлены на укрепление позиций существующих организаций, поддержка со стороны правительства.	IBM, General Motors, Union Carbide	Великая депрессия
Третья волна (1965-1969)	Введение многими странами антимонопольных мер, как следствие, характеризуется волной слияний конгломератов	ITT, Continental Baking, Sheraton Hotels	Череда разрушительных кризисов
Четвертая волна (1981-1989)	Недружественные поглощения, крупные сделки, рост числа LBO	Kohlberg Kravis, RJR Nabisco, Kraft	Коллапс рынка «мусорных облигаций», замедлившийся рост экономики
Пятая волна (1994-2000)	Интернационализм, бум прямых иностранных инвестиций, крупные сделки в Европе. Образование Euronext	Pfizer Inc, Warner-Lambert Co, Exxon, Mobil, JPMorgan	Финансовые проблемы телекоммуникационных и интернет-компаний
Шестая волна (2003-2008)	Большая глобализация и большие масштабы сделок, в числе активных игроков на рынке M&A – Россия, консолидация банковской сферы, активность частных инвестиционных фондов. Образование трансатлантической фондовой биржи NYSE Euronext.	KKR, Texas Pacific, Wchowia, Bank of America, NYSE и Euronext	Кризис 2008-го года

Источник: составлено автором

При этом количество сделок уменьшилось на 670 – темп роста составил 68,5 %. В первом же квартале 2016 г. зафиксировано лишь 256 сделок на общую

сумму 18 164,10 млн долларов США (для сравнения в I кв. 2014 г. было осуществлено 719 сделок на 79548,08 млн долларов США).

Динамика количества сделок и их объема за период с 2011 по 2015 год и янв.-фев. 2016 г. представлены на рисунках 3 и 4 (учтены все сделки, как завершенные, так и находящиеся на стадии переговоров).



Рисунок 3 - Динамика количества сделок М&А за 2011-I кв. 2016 г.

Источник: составлено автором на основе данных Интернет-портала «Слияния и поглощения в России» (mergers.ru)

Анализируя представленные показатели, можно сделать вывод о том, что временной период можно разделить на 2 части: с 2011 по 2013 г. и с 2014 г.



Рисунок 4 - Динамика объема сделок М&А с 2011 по 2015 г. и нач. 2016 г.

Источник: составлено автором на основе данных Интернет-портала «Слияния и поглощения в России» (mergers.ru)

На протяжении первого отрезка времени наблюдается рост показателей, значительный рост характерен для 2013 г., однако с 2014 г. ситуация выглядит

иначе – наблюдается нисходящий тренд, что связано с макроэкономической нестабильностью, введением геополитических санкций в отношении России.

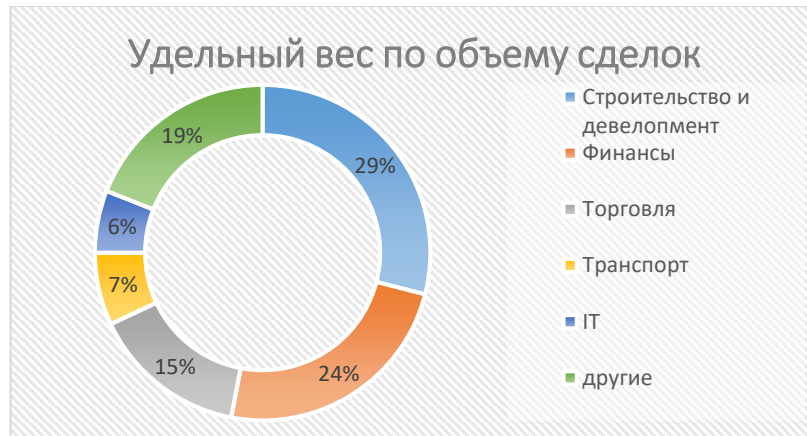


Рисунок 5 – Удельный вес объема сделок М&А по отраслям за янв.-фев.2016 г.

Источник: составлено автором на основе данных информационного агентства АК&М.

В январе - феврале 2016 г. лидирующие позиции занимали сделки в отношении компаний не топливно-энергетического комплекса, а строительства и девелопмента.

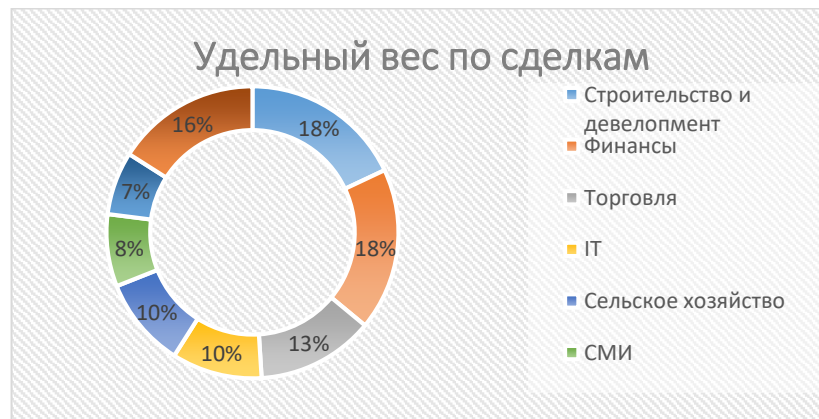


Рисунок 6 – Удельный вес количества сделок М&А по отраслям за янв.-фев. 2016 г.

Источник: составлено автором на основе данных информационного агентства АК&М.

Крупнейшей сделкой в данной сфере стала покупка «Яндексом» части площадей бизнес-центра «Красная роза» – оценочно за 680 млн долларов США.

Важно отметить, что ситуация в российской экономике в 2016 году (в основном в первой половине) формировалась под влиянием санкций,

наложенных странами Европейского союза и США, и на фоне падений цен на нефть, данные эффекты при этом усиливались оттоком капитала, связанным с погашением внешнего долга [145]. Данные факторы оказали негативное влияние на объем ВВП, объем капиталовложений, на уровень процентных ставок по кредитам. Всё это, в свою очередь, снизило инвестиционную активность в России. В таких условиях, когда объем возможных средств ограничен (из-за высоких процентных ставок), необходимо максимально эффективно проводить сделки по интеграции и выбирать те виды сделок, которые позволят достигнуть наиболее оптимального соотношения использования для их финансирования средств (собственных и заемных). По этой причине важно проанализировать конкретные сделки M&A на основе долгового финансирования.

До того, как приступить к анализу сделок, стоит отметить, что информация по сделкам слияний и поглощений на основе долга является, в основном, закрытой.

Анализ данных сделок позволил выявить, что основным источником финансирования является банковский кредит, сам же объем таких сделок сравнительно невелик.

Одним из примеров сделки по слиянию и поглощению на основе долгового финансирования является выкуп активов «Интеко» компанией «Евроцемент групп», прошедшая в 2005 г. Заемные средства были предоставлены Сбербанком в размере 785 млн долл., что примечательно, залогом выступал выкупаемый актив [138]. Приобретение активов «Интеко» (цементных активов) позволило «Евроцемент групп» стать основным игроком в данном секторе на российском рынке. Сформированный в результате сделки по интеграции холдинг соответствовал мировым стандартам, что являлось стратегической целью компании.

Еще одним примером сделки на основе долгового финансирования является сделка с участием «Металлинвест» и «Михайловский ГОК». Кредит на сумму 1 млрд долл. был предоставлен ВТБ «Металлинвесту» для приобретения 97 %

акций «Михайловский ГОК». Данная сумма кредита является одной из крупнейших, предоставленной российским банком.

Общая стоимость акций составила 1,65 млрд долларов США. Таким образом, 0,65 млрд долл. было профинансировано за счет собственных средств, кредит же на 1 млрд долл. был предоставлен Русским коммерческим банком («дочка» ВТБ) под 9-10 % годовых. Залогом выступил пакет акций ГОКа, то есть кредит был получен после оформления/совершения сделки. Процесс данной сделки проиллюстрирован на рисунке 7.

Важно также отметить многоуровневый характер сделки, так как на первом этапе Усманов и Анисимов выкупили офшоры, которым принадлежали крупные пакеты акций. Затем выкупленные пакеты акций были консолидированы в компании, которая была зарегистрирована на Кипре, выгодоприобретателями которой являлись Усманов и Анисимов.

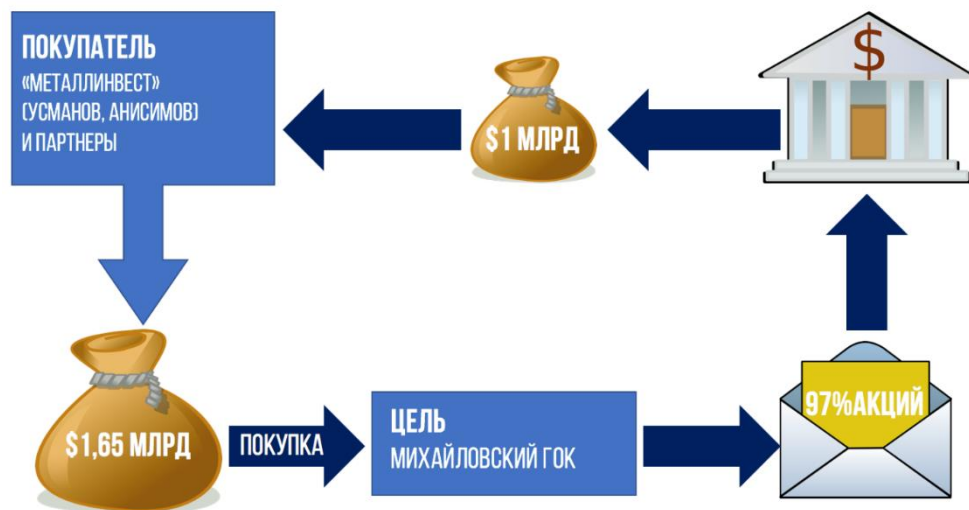


Рисунок 7 – Процесс сделки по приобретению Михайловского ГОК

Источник: составлено автором

Данная сделка является существенной для ВТБ, так как сумма составила около 33 % капитала группы ВТБ по оценкам специалиста Standard&Poors.

Третьим примером сделки LBO является покупка ОАО «ЛКХП им. С.М. Кирова» Петербургским мельничным комбинатом, осуществленная в 2003 году. Кредит на сумму 400 млн р. был предоставлен банком «Вэб-инвест» на 6 месяцев [142]. Стоит отметить, что происходило рефинансирование займа, и с этой целью

были выпущены корпоративные облигации, заём по которым был предоставлен банком КИТ Финанс. Петербургский мельничный комбинат в итоге добился поставленной цели - увеличение целевого сегмента рынка на 40 %.

Четвертый пример – покупка ЧТПЗ в 2004 г. 57 % акций АО «Первоуральский новотрубный завод». Для финансирования необходим был кредит на сумму 190 млн р., предоставил его Европейский банк реконструкции и развития. Заём, полученный посредством выпуска облигаций, был направлен на рефинансирование финансовой задолженности. Всё это позволило образовать консолидированную организацию с общей выручкой более 1 млрд р.

Одним из ярких примеров LBO выступила сделка по приобретению «Пятерочкой» в 2006 году «Перекрестка». Для осуществления сделки были привлечены заемные средства на общую сумму около 300 млн долл., кредит был предоставлен крупнейшими международными банками, такими как Hongkong and Shanghai Banking Corporation, ABN Amro Holding N.V., Westdeutsche Landesbank, Райффайзен). Итоговая сумма сделки по приблизительным оценкам составила 1,4 млрд долл., в итоге была дополнительная эмиссия около 16 млн акций «Пятерочки» [140].

Следующий пример – выкуп собственных акций компанией «Уралкалий» у Михаила Прохорова (группа ОНЭКСИМ) в 2014 году. Для проведения сделки Сбербанком было предоставлено 1,7 млрд р. заемных средств – классический пример LBO [139]. В конце 2015 г. акции «Уралкалия» были исключены из котировального списка Лондонской биржи (процедура делистинга), то есть акции миноритарных акционеров перестали торговаться. Упомянутый ранее пакет группы ОНЭКСИМ заложен был по сделке РЕПО, при этом до проведения сделки кредитором выступал ВТБ, для проведения же сделки, как было отмечено ранее, кредитором выступил Сбербанк.

Кредит, выданной Сбербанком в размере 1,7 млрд р., был выдан в рамках кредитной линии около 4 млрд р., что было одобрено ранее на собрании акционеров Сбербанка. Полученные денежные средства были направлены «Уралкалием» для рефинансирования долга и достижения некоторых корпоративных целей [139].

Данная линия (кредитная) использовалась в том числе и для выкупа доли миноритариев.

В результате проведения сделки удалось добиться в части выручки объединённой компании показателей свыше 5,5 млрд долларов США, рентабельности по EBITDA - около 50 %. Новая компания (после осуществления сделки) в своем сегменте (производство различных удобрений) заняла ведущие позиции в России.

Крупнейшим примером LBO в России выступает сделка, осуществленная в 2016 г. с участием Роснефти – доля в размере 19,5 % была выкуплена международным консорциумом инвесторов: Glencore и суверенный фонд Qatar [137]. В рамках сделки доля собственных средств составила 33,3 %, соответственно, доля заемных средств – 66,7 %. Выкупаемый актив был заложен в качестве финансового рычага, при этом Роснефть не выступала в качестве гаранта перед кредиторами. Выкупленная доля была распределена по 50 % между инвесторами.

В качестве основного кредитора данной сделки выступил банк Banca Intesa Sanpaolo (международный банк). Он обеспечил основную часть заемных средств, принимали участие и другие иностранные банки, также и российские банки, однако, они не афишировались. Заём был обеспечен, как отмечалось ранее, выкупаемой долей. Для Glencore, так как большую часть выкупаемого пакета компания захеджировала, риск ограничился 300 млн евро.

Сделка была совершена 6 декабря, на тот момент 19,5 % акций котировались на уровне 692,4 млрд р., еще 18,4 млрд р. поступило в бюджет в качестве дивидендов от «Роснефтегаза».

Дополнительные дивиденды в размере 18,4 млрд р. поступили в бюджет благодаря тому, что до осуществления сделки советом директоров была принята новая дивидендная политика, согласно которой на 10 % больше чистой прибыли должно направляться на выплату дивидендов. Таким образом, данная сумма является авансом от поступления увеличенных дивидендов «Роснефти».

По данной сделке была поставлена задача распоряжением правительства о продаже доли, равной 19,5 %, не менее 710, 8 млрд р. Так как сделка была завершена позже первого «дедлайна», то стоимость сделки была ниже заявленной, однако, с учетом дополнительных дивидендов «Роснефтегаза» указанная в распоряжении правительства сумма была перечислена в бюджет.

Исходя из слов И.Сечина сделку по выкупу удалось провести при благоприятных внешних факторах, руководство «Роснефти» при этом положительно относится к новым инвесторам в лице Glencore и суверенного фонда Qatar.

Таким образом, были проанализированы основные сделки по слиянию и поглощению с долговым финансированием. Однако, для получения более полной информации необходимо сравнить их с зарубежными сделками.

Динамика изменения количества зарубежных сделок и их совокупной суммы представлена на рисунке 8 (учтены только завершившиеся сделки).

Темп прироста объема сделок составил 30,5 %. Повышения удалось добиться даже с учетом того, что количество сделок снизилось с 17 397 до 16 837 сделок по сравнению с 2014 г.

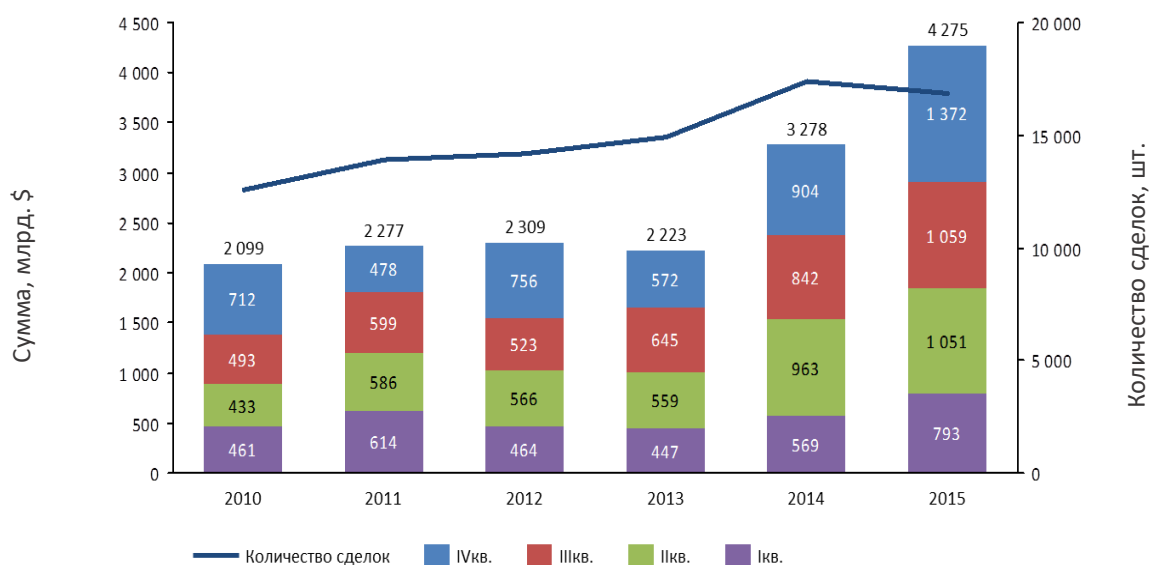


Рисунок 8 - Динамика количества и объема сделок M&A во всем мире
 Источник: составлено автором на основе: a merger market report on global M&A activity. Monthly M&A insider, January 2016

Лидирующими отраслями также остались энергетика, горнодобывающая промышленность и ЖКХ, однако, суммарная стоимость сделок снизилась на 5,3 %: 637,7 млрд долларов США. В 2015 г. против 673,7 млрд долл. в 2014 г. Количество же сделок в данных отраслях снизилось на 21,5 % (1331 сделка против 1703 сделок).

Анализируя 2014 и 2015 года диагностируется тенденция увеличения средней стоимости сделок – об этом свидетельствует то, что количество сделок уменьшается, однако, их объем при этом увеличивается и достигает рекордных объемов.

В целом, судя по данным из рисунка 8, можно заключить, что объем сделок увеличивается на протяжении всего промежутка времени, за исключением 2013 г., когда наблюдается незначительное его снижение (это наблюдалось также в Азиатско-Тихоокеанском регионе и на Ближнем Востоке), но данное снижение в итоге незначительно повлияло на общую динамику).

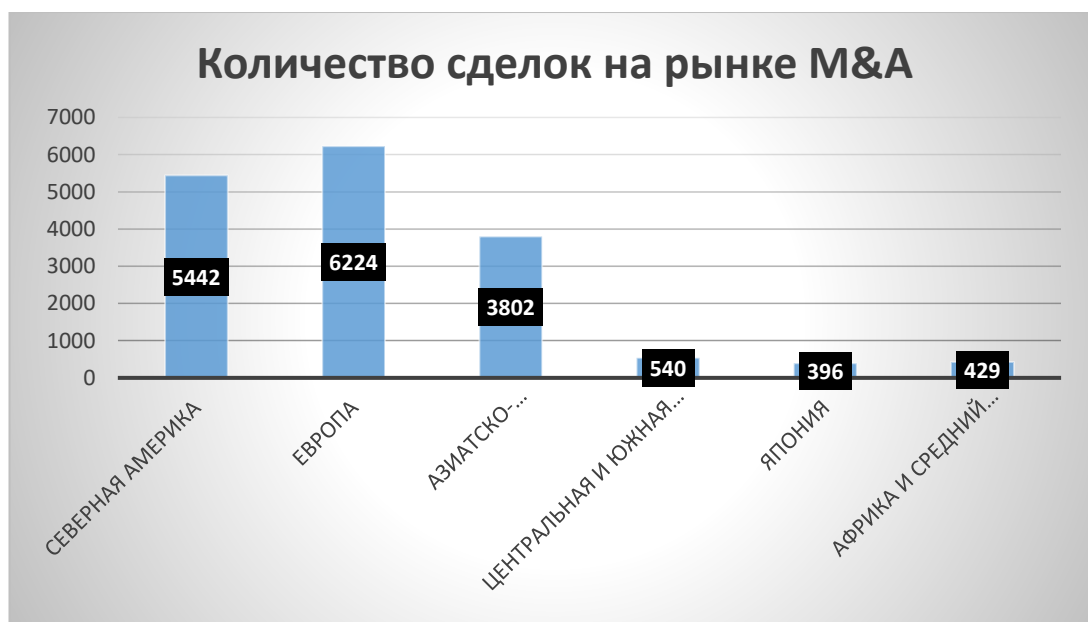


Рисунок 9 – Лидеры по количеству сделок M&A в 2015 г., их динамика

Источник: составлено автором на основе: a merger market report on global M&A activity. Monthly M&A insider, January 2016

В 2015 г. наблюдался исторический максимум в суммарном объеме сделок, наглядно видно различие между рынком M&A России и мировыми рынками.

Лидерство по количеству сделок - у Европы, однако благодаря более высокому значению средней стоимости сделки, объем сделок в Северной Америке практически в 2 раза выше, чем в Европе.

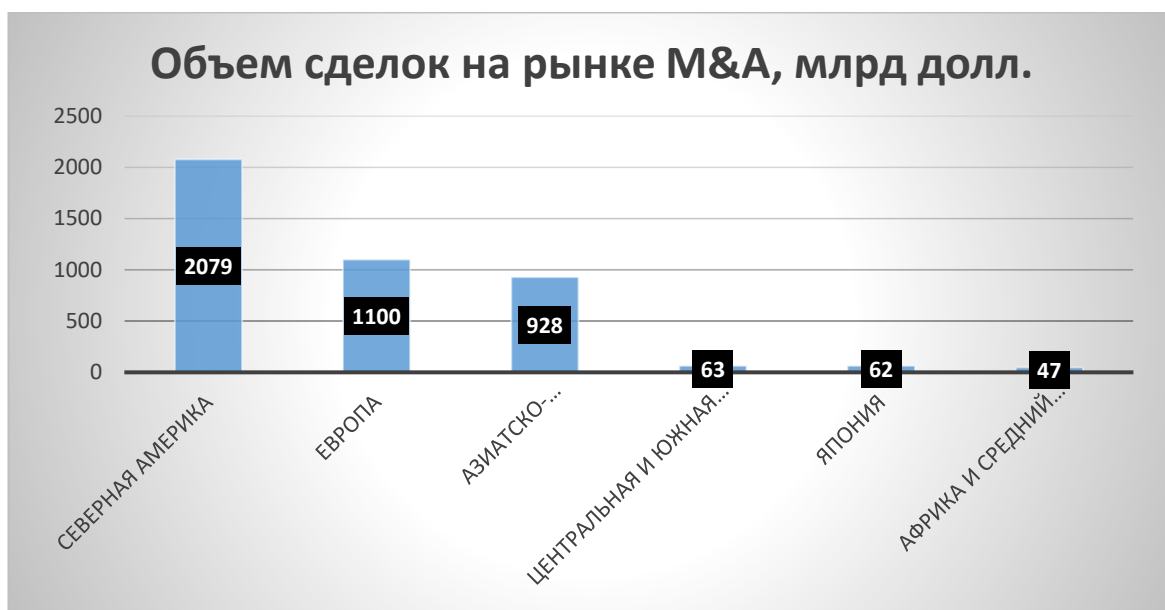


Рисунок 10 - Лидеры по объему сделок M&A в 2015 г.

Источник: составлено автором на основе: a merger market report on global M&A activity. Monthly M&A insider, January 2016

В отраслевом разрезе на первом месте - энергетика, горнодобывающая промышленность и ЖКХ – 14,9 % сделок; на втором - фармацевтика, медицина, биотехнологическая промышленность – 13,4 %; на третьем - сфера потребления – 12,1 %. Интересен тот факт, что финансовые услуги находятся лишь на четвертом месте – 11,6 %. Самая крупная сделка в суммарном выражении составила 160 млрд. долл. – слияние американского фармацевтического гиганта Pfizer и зарегистрированного в Ирландии производителя ботокса Allergan.

Общей тенденцией является стремление организаций к укрупнению, созданию транснациональных корпораций (далее - ТНК). Этот факт не удивителен, поскольку с начала 21 века основными игроками на рынке слияний и поглощения являются именно ТНК. Об этом также свидетельствует то, что в 2015 г. объем трансграничных сделок увеличился на 17,8 % и достиг 1,7 трлн долл.

Анализируя вышесказанное, можно констатировать, что российская практика проведения сделок M&A на основе долга отличается от международной

и имеет свою специфику. В основном, различия касаются моделей корпоративного управления. Если для США основным конфликтом является проблема агента-принципала (описана в экономической теории), то для России основная проблема заключается в защите интересов миноритарных акционеров. Подтверждением этому является делистинг Уралкалия.

Большинство сделок в России можно отнести (формально) к сделкам M&A. При этом цели этих сделок отличаются от целей международных сделок слияний и поглощений. В большинстве случаев при таких сделках российские организации при использовании механизма долгового финансирования приватизируют государственную долю (частично) или выкупают собственные акции. В итоге при перераспределении собственности в рамках слияний и поглощений у российских организаций не наблюдается как дополнительный приток капитала, так и свойственный при поглощении синергетический эффект масштаба. Следует отметить, что данные черты сделок M&A в России исходят из особенностей российского фондового рынка, который создавался изначально как способ перераспределения долей. Изменения, которые происходили со времен основания российского фондового рынка, не смогли изменить его сущность.

Существует ряд проблем, которые осложняют возможность использования фондового рынка как источник капитала:

1) Небольшое количество тех, кто желает стать миноритарным акционером. Связано это с тем, что отсутствует система защиты их интересов, чтобы было отмечено ранее.

2) Если сравнивать с международными рынками (лидерами), то налицо низкая ликвидность российского рынка по сравнению с ними. В свою очередь, из-за этого возникают затруднения при продаже своего пакета акций.

Таким образом, возможно выделить еще одну особенность сделок M&A в России: в основном наблюдаются полные, а не частичные поглощения, как в случае с «Пятерочкой».

Стоит отметить, что по статистике организаций с высокой рентабельностью в России мало; существенен и тот факт, что рентабельность продаж и

рентабельность активов значительно ниже, чем ставки по кредитам нефинансовым организациям (таблица 4).

Таблица 4 – Средневзвешенные показатели по кредитам и рентабельность организаций, процентов годовых

Показатель	2013	2014	2015
Ra (рентабельность активов)	4,5	3,9	5,0
Rпр. (рентабельность продаж)	7,0	8,6	9,3
Проценты по кредитам > 1 года	12,5	10,6	15,1
Проценты по кредитам ≤ 1 года	10,0	9,2	19,9

Источник: составлено автором на основе данных Центрального Банка Российской Федерации и Росстат

Более наглядно данные представлены на рисунке 11 в графической интерпретации.

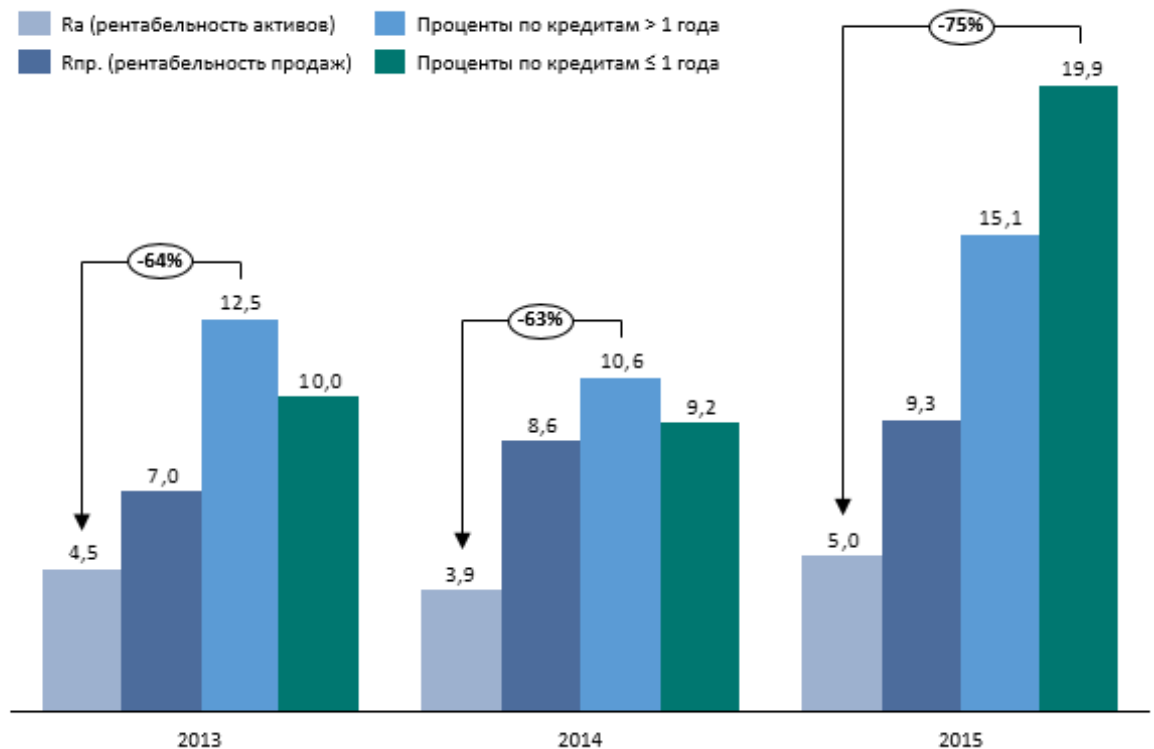


Рисунок 11 – Средневзвешенные показатели по кредитам и рентабельность организаций, процентов годовых

При анализе рисунка 11 можно отметить, что наблюдается повышение процентов по кредитам свыше 1 года и до 1 года на 9,9 % и 2,6 % соответственно на промежутке 3 года (с 2013 по 2015 г.). При этом показатели рентабельности активов и продаж увеличились на 0,5 % и 2,3 % соответственно. Таким образом, максимальная разница между процентными ставками и рентабельностью увеличилась с 64 до 75 процентов.

Анализируя таблицу 4, можно констатировать, что высокие проценты по кредитам являются одним из барьеров при намерении проводить слияния и поглощения. В совокупности с тем, что на международных рынках слияния и поглощения широко распространены по сравнению с российским рынком, то из-за недоступности (меньшей доступности) заемных средств в России возможности приращения стоимости ограничены.

Сравнивая крупнейшие сделки M&A в России и за рубежом (таблицы 5 и 6) стоит отметить, что суммы зарубежных сделок в десятки раз выше российских (исключением является только сделка по покупке 19,5 % Роснефти), при этом в России выше доля заемных средств, которая используется для финансирования сделок. Стоит также отметить и то, что для зарубежных сделок более свойственно применение синдицированных кредитов (таблица 5).

Таблица 5 – Крупнейшие зарубежные сделки M&A

Сумма сделки, млрд \$	Год	Покупатель	Цель	Источники заемных средств (ЗС)	Доля ЗС, %
34	1999	Olivetti	Telecom Italia	Инвест. банки, выпуск доп. акций	-
26	2007	Blackstone Group	Hilton Hotels	Инвест. банки,	78,2
25	1989	Kohlberg Kravis & Roberts (KK&R)	RJR Nabisco	Инвест. банки, Выпуск «мусорных облигаций»	56,0
25	2013	Michael Dell, Silver Lake	Dell	Инвест. банки,	78,4
21	2006	Bain, KK&R, Merrill Lynch's Buyout Unit	Hospital Corporation of America	Инвест. банки,	34,5

Источник: составлено автором, исходя из отчетностей компаний

Еще одной характерной чертой российских сделок является то, что не всегда удовлетворяет критериям сделок по слияниям и поглощениям на основе долга покупка акций с использованием механизма долгового финансирования. Если подходить формально, то покупка контрольного пакета акций осуществлена за счет заемных средств, при этом фактически нередко можно наблюдать обычную сделку между акционерами, которая никак не повлияла на баланс и, в частности, также на соотношение собственных и заемных средств (таблица 6).

Таблица 6 - Крупнейшие российские сделки M&A

Сумма сделки, млрд \$	Год	Покупатель	Цель	Источники заемных средств (ЗС)	Доля ЗС, %
10,0	2016	Glencore, Qatar	19,5 % Роснефти	Banca Intesa Sanpaolo	66
1,7	2014	Уралкалий	Собств. Акции у Онэксим групп	Кредит в Сбербанке	100
1,7	2005	Металлинвест	Михайловский ГОК	Кредит в «дочке» ВТБ	60
1,4	2006	Пятерочка	Перекресток	Международные инвест. банки, эмиссия акций	67
0,8	2005	Евроцемент Групп	Интеко	Кредит в Сбербанке	100

Источник: составлено автором, исходя из отчетностей компаний

С теоретической точки зрения процессом выкупа является процесс, при котором компания становится непубличной, что означает выкуп компанией торгующихся на бирже своих акций. Такую сделку называют сделкой компании с рынком, то есть это ситуация, когда организация берет на свой баланс долги, уходя с рынка.

Ряд специалистов отмечает, что указанный выше аспект является важным для классификации слияний и поглощений на основе долга. При этом стоит учитывать, что это западные критерии для определения сделок на основе долгового финансирования, и для определения сделок LBO в России необходимо учитывать особенности российского рынка.

Для развития рынка слияний и поглощений в России, как представляется, требуются новые решения – правовые и финансовые. Этот рынок тесно связан с

финансовым рынком и детерминирован его состоянием, тенденциями развития, этапом экономического цикла, поскольку сделки слияний и поглощений – это один из способов капитальных вложений.

В настоящий момент низкая динамика развития рынка M&A и соответствующих сделок на основе долга характеризуется, в том числе, недостаточным правовым регулированием. На данный момент регулирование осуществляется на основе следующих НПА (нормативно-правовых актов):

1) Гражданский кодекс Российской Федерации, где установлены общие вопросы регулирования сделок M&A;

2) Федеральный закон «О защите конкуренции» N135-ФЗ (от 26.07.2016) – в нем описана процедура уведомления антимонопольных органов о планируемых сделках (в том числе слияний и поглощений) и получение на их совершение одобрений; также описаны и права участников данных процедур.

3) ФЗ «Об акционерных обществах» (от 26.12.1995) N208-ФЗ, в котором установлены и определены порядки реорганизации, ликвидации, создания акционерных обществ, также отмечены права и обязанности этих акционерных обществ. Отдельно выделен и такой аспект как покупка более 30 % акций у акционерных обществ (отдельная глава), неформально данную главу называют «Закон о поглощении», так как речь в данной главе идет о регулировании дружественных поглощений.

4) ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (от 08.02.1998) N14-ФЗ – в нем определено регулирование процедур, связанных с реорганизацией обществ, в частности, также и слияний.

Исходя из нынешних инициатив, можно отметить аспекты, которые влияют на развитие рынка слияний и поглощений:

1) обновление законодательства и судебной практики в части разрешения корпоративных споров;

2) внесение изменений в № 14-ФЗ с целью предотвращения/защиты организаций от недружественных поглощений;

3) внедрение правового механизма, который обеспечит в ходе осуществления сделок М&А информационное обеспечение участников сделки (в частности, акционеров) [29, с. 19-22].

При этом стоит выделить и задачи на ближайшие 4 года, отмеченные в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, так как налицо связь с рынком слияний и поглощений. В числе основных задач в части финансового рынка отмечено:

- 1) повышение его емкости;
- 2) совершенствование его правового регулирования;
- 3) формирование для участников этих рынков благоприятного налогового климата;
- 4) эффективное функционирование (обеспечение такого функционирования) рыночной инфраструктуры.

В итоге можно отметить, что применяются некоторые шаги для устранения негативных факторов, присущих рынку слияний и поглощений в России, что позволяет прогнозировать положительную динамику в данном секторе в ближайшие годы.

Возвращаясь к специфике сделок слияний и поглощений в России важно отметить то, что в большинстве случаев эти сделки оплачиваются денежными средствами, при этом на крупнейших международных рынках часто встречается оплата через облигации, акции и деривативы. Еще одним немаловажным фактором является то, что если в России при сделках на основе долга (заемных средств) основным источником финансирования являются активы компании-покупателя, то для слияний и поглощений такого типа в зарубежных сделках характерен источник финансирования – активы поглощаемой организации. Однако, положительным фактором является то, что на данный момент в России увеличивается количество применяемых в таких сделках источников финансирования (размещений акций, выпуск облигаций, использования синдицированных кредитов и т.д.), что может дать толчок в развитии рынка М&А.

Негативным фактором в данном аспекте является небольшое количество инвестиционных банков, способных предоставить кредит для осуществления сделок. Высокая стоимость кредитных ресурсов или проблемы ликвидности не позволяют мелким банкам участвовать в сделках слияний и поглощений. Достаточно длинными деньгами обладают только крупнейшие банки с государственным участием. Для банков, способных выделить на сделку не более 20 млн долларов, расходы на сопровождение в размере 1 млн долл. являются существенными.

Препятствием на пути развития рынка слияний и поглощений, представляющим интерес автора диссертации, является также и отсутствие опыта в таком финансировании у акционеров, участников сделки. Также на данный момент нет надежного механизма для оценки стоимости бизнеса, в том числе и для инвестиционных банков, что является негативным фактором для увеличения объема рынка M&A.

Как отмечалось ранее, ставки по кредитам российских банков намного превышают рентабельность организаций, процентные ставки намного превышают и аналогичные ставки зарубежных банков. Это означает что растет стоимость сделки для российских компаний по сравнению с зарубежными участниками. Как было отмечено в таблице 6, на данный момент для финансирования сделок организации прибегают к кредитам Сбербанка и ВТБ, так как у этих банков есть длинные кредиты со ставкой ниже 10 %. Эксперты отмечают что рынок LBO должен расти, так как банки начали разрабатывать специальные проекты под LBO с целью увеличения объемов в данном направлении бизнеса.

Рассмотрев рынок LBO в России, можно перейти к рискам, которые должны учесть участники сделок слияний и поглощений на основе долга (при привлечении заемных средств):

- 1) снижение FCF;
- 2) возможное снижение ликвидности, и, как следствие, повышение риска неплатежеспособности.

3) принятие невыгодных для развития компании решений вследствие попадания под влияние кредиторов.

Зачастую при осуществлении сделки около 10-30 % суммы сделки финансируется за счет собственных средств, остальная часть - в виде займов у инвестиционных банков. Таким образом, инвестиционные банки играют важную роль в качестве источника заемных средств для осуществления сделок по слиянию и поглощению. Связана эта роль с тем, что в более полной мере инвестиционные банки способны оценить риски сделки (на практике банки самостоятельно определяют платежеспособность и гарантии заемщика для принятия решение о выдаче кредита).

Как компания-покупатель, так и банки стараются минимизировать свои расходы при проведении сделки, в том числе с учетом данного фактора определяется оптимальная стоимость займов. Для ее определения можно применять некоторые шаги:

1) определение минимально необходимого пакета акций к покупке для установления контроля над бизнесом с целью уменьшения стоимости сделки, оплату в несколько этапов, использование неденежных расчетов (оплата акциями, обмен и т.п.). Также за счет тщательного анализа целевой организации возможно снижение стоимости благодаря нахождению недочетов в отчетности;

2) использование эффектов от слияния: снижение расходов, рост доходов, привлечение большего объема капитала на более выгодных условиях (подробно всё описано в мотивах слияний и поглощений).

В период экономической нестабильности на первый план выходит также умение разглядеть потенциал тех или иных решений и умение соотносить все риски таких решений. Тщательный анализ ситуации на рынке и перспектив принятых решений позволяет повысить качество инвестиционного портфеля, в свою очередь, анализ рынка способствует накоплению знаний относительно специфики исследуемых рынков и повышает профессионализм участников.

Инвесторы в большинстве случаев открыты для новых возможностей, для капиталовложений, однако, из-за специфики разных рынков у инвесторов

существует ряд критериев к целевой компании. При этом соответствие критериям является только одним из факторов успешности сделки, то есть напрашивается вывод о том, что у инвесторов на этой стадии имеется в наличии ряд показателей-индикаторов, с помощью которых возможно оценить риск и потенциал той или иной сделки. Проанализировав ряд сделок по слияниям и поглощениям и систематизировав полученную информацию, можно сформулировать критерии, которые нужны для оценки потенциала сделок по интеграции:

1) у целевой компании по оценке инвесторов должен быть нераскрытый потенциал, то есть, речь идет о недооцененных компаниях. Зачастую ими являются филиалы больших организаций, при этом котируются они на рынке по стоимости ниже, чем ее оценивают инвесторы. Таким образом, в таких организациях инвесторы видят большой потенциал при нынешнем руководстве, чем по «рыночной оценке»;

2) денежный поток целевой компании должен быть существенным по объему, и он должен быть прогнозируем. Данный фактор необходим по той причине, что доля заемных средств существенная (70 % и более в большинстве сделок, как было отмечено ранее), и для гарантирования выплат по этим займам прогнозируемость денежного потока крайне важна. То есть факторы прогнозируемости и стабильности денежного потока организации повышают ее привлекательность, например, таким фактором может выступать деятельность компании в стабильно развивающемся или развитом сегменте рынка, где стабильный спрос или его стабильный рост, а также ведущая позиция организации в данном сегменте;

3) положительная динамика в финансовой отчетности, высокие показатели эффективности деятельности организации (совместно с такими факторами как стабильный спрос, ведущая позиция в своем сегменте, узнаваемость бренда, что было описано ранее);

4) высокий объем выручки, что напрямую влияет на объем возможных заемных средств;

5) у организаций должны прослеживаться возможности для роста (причем как внешние, так и внутренние). Данные возможности роста (расчетные коэффициенты) сравниваются со средними показателями по рынку, и при их превышении над рыночными можно говорить о возможности увеличения выручки, наращивании EBITDA (или OIBDA – в зависимости от специфики деятельности компании) и своей стоимости, что, в свою очередь, влияет на такие показатели как ликвидность активов (важны для оценки возможностей погашения долга) [25]. Реализация данных возможностей (как итог рост стоимости компании) предоставляет инвесторам более гибкие возможности, в том числе и более быстрый выход из бизнеса;

б) целевая компания должна иметь возможности (резервы) для увеличения объемов производства и увеличения эффективности деятельности. От данного фактора зависит возможность снижения издержек, увеличения доходов и, в конечном итоге, увеличение стоимости бизнес;

7) необходимо и учитывать такой фактор, как капитальные затраты компании. Сохранение данного показателя на низком уровне, с одной стороны, говорит о возможности сохранения стабильного высоко уровня денежного потока в организации и является одной из предпосылок к осуществлению сделки по слиянию или поглощению, с другой стороны, высокий уровень капитальных затрат может говорить о нацеленности целевой компании на развитие и при грамотном планировании, руководстве и высоких потенциалах роста также является благоприятным фактором для осуществления сделки;

8) большой объем активов целевой компании – может выступать залогом при банкротстве для кредиторов (дополнительной гарантией для обеспечения платежеспособности);

9) стоит изучить и руководящий состав целевой компании, на их действия, так как от их опытности и квалификации зависит возможность выполнения стратегических задач, в том числе возможность погашения обязательств перед кредиторами.

Описанные выше условия успешного (для всех сторон) LBO проиллюстрированы на рисунке 12.



Рисунок 12 – Основные характеристики целевой организации для успешного LBO

Можно утверждать, что анализ компании-покупателя целевой организацией на предмет соответствия описанным условиям на рисунке 12 занимает важное место в успешности сделки. При иных мотивах у инвестора (чаще всего стратегического инвестора) основными критериями могут быть собственное развитие, достигаемое либо с помощью синергетических эффектов, либо речь может идти только о приобретении. При этом стоит отметить, что каждая сделка по слиянию и поглощению уникальна, оттого рекомендованный список условий может дополняться «страновыми» аспектами, особенностями функционирования того или сегмента рынка или же предпочтениями самого инвестора.

На данный момент в России зачастую используются не все преимущества, которых возможно добиться при использовании такого метода неорганического роста, как поглощения, а главное, многие компании не в состоянии привлечь долгосрочные заемные средства. Связано это, прежде всего, с отсутствием опыта в таких сделках; с целью устранения данных проблем на рынке слияний и поглощения и были описаны необходимые условия.

Долг – главный инструмент для осуществления сделок слияний и поглощений, так как с помощью заемных средств осуществляется покупка компаний. Однако, для России возникают ряд проблем: во-первых, не так много компаний, которые способны к эффективной деятельности с высокой долей заемного капитала и, соответственно, такой долговой нагрузкой [150]; во-вторых, как отмечено ранее, проценты по кредитам слишком высоки для того, чтобы долг использовался чаще для финансирования сделок. В итоге можно констатировать, что увеличение качественных активов на рынке (компаний, способных к эффективной деятельности в описанных выше условиях), способно дать толчок для развития рынка слияний и поглощений.

В основном, финансирование сделок по слияниям и поглощениям организуют инвестиционные банки, так как у них есть как возможности для оценки рисков, так и средства для осуществления сделок. Говоря про финансирование американских сделок, стоит отметить, что инвестиционные банки ведут активную деятельность с 1970-х годов в этом направлении, то есть у них намного более богатый опыт в проведении сделок M&A к 2017 г., нежели у российских банков. При этом с самого начала американские банки были способны профинансировать сделки по интеграции либо были способны организовать синдицированный кредит, также в зависимости от сделок могли одновременно применяться как кредиты, так и облигации. В России же на 2017 нет такого опыта в применении различных вариантов при финансировании сделок – в применении механизма LBO.

Развитые рынки M&A отличаются в том числе и тем, что на них присутствует много инвестиционных банков, конгломератов, фондов, которые способны профинансировать слияния и поглощения. При этом в России около 90 % сделок M&A финансирует ВТБ, потенциально бы могли финансировать 5-10 банков [68]. При анализе данных банков можно констатировать, что только два банка имеют достаточные объемы для финансирования таких сделок (имеют достаточно долгосрочных ресурсов) – это Сбербанк и ВТБ. Остальные банки пока не располагают достаточным ресурсом и не готовы нести большие издержки на

сопровождение сделок и юридические консультации. При этом стоит отметить, что работу в данном направлении ведут Газпромбанк, Альфа-банк и Росбанк.

Дополнительной проблемой для инвестиционных банков является отсутствие специалистов, способных профессионально оценить стоимость бизнеса и структурировать сделки. ВТБ располагает командой из 10 человек, которые способны справиться с озвученной выше задачей – о чем открыто было заявлено. Другим банкам для решения проблемы нехватки профессионалов необходимо последовать примеру ВТБ и также организовать команду специалистов, для которых основной специализацией будет анализ сделок M&A и их структурирование.

Проблема нехватки профессиональных знаний для развития рынка LBO в России характерна не только для банков, для компаний также важно накопление такого опыта, профессиональных знаний у владельцев, топ-менеджмента, к примеру, для достижения поставленных целей в виде наращивания стоимости бизнеса вновь созданной компании с целью последующей продажи.

Большинство инвесторов обращают внимание на мелкие или средние организации, связано это с их безграничными возможностями, а также с нежеланием банков брать на себя нетрадиционные риски и профинансировать крупные сделки (на финансирование которых у многих российских инвесторов не хватит собственных средств). Банки не берут на себя дополнительные риски в том числе в связи с тем, что из-за непрозрачных отчетностей опасаются нестабильных денежных потоков. [150].

Дополнительным фактором, сдерживающим развития рынка слияний и поглощений, является неразвитость рынка ценных бумаг. При сравнении с рынком ценных бумаг США отчетливо видно, что финансовые инструменты, активно применяющиеся в России, довольно примитивны, при этом также объем сделок значительно ниже. Очевидна связь развития рынка M&A и рынка ценных бумаг, по этой причине устранения такого недостатка, как недостаточная защита инвесторов на рынке ценных бумаг, соответственно, доработка/обновление

законодательной базы в этом направлении, должно способствовать развитию этих рынков.

Анализируя данные результаты, можно сделать вывод о том, что сделки M&A очень привлекательны и имеют ряд преимуществ, но не обходится без негативных факторов. Например, как было отмечено ранее, около 70 % таких сделок (по исследованиям различных организаций: McKinsey, KPMG и т.д.) не позволяют достичь ожидаемого эффекта. Интересен также тот факт, что с течением времени данный процент уменьшается, но незначительно. Логично было бы предположить, что ретроспективный анализ таких сделок должен позволять организациям избегать повторных ошибок, однако, на деле происходит иначе: со временем меняется рыночная среда, что не позволяет применять уже накопленные ранее знания. Существует множество нефинансовых факторов, которые негативно воздействуют на результат сделки. Анализируя проведенные сделки, можно выделить основные из них:

1. Утечка кадров. Является одной из главных проблем при поглощениях и, в основном, это касается именно целевой организации. Сотрудники организации-цели могут беспокоиться за свое рабочее место и начнут искать другие варианты трудоустройства, данная ситуация будет иметь отрицательный эффект, если уйдут сотрудники. Также возможен и уход работников в связи с нежеланием работать с другой организацией, под их началом – данный случай особенно характерен для руководящего состава поглощаемой организации. Это скажется на эффективности сделки, поскольку утечка кадров увеличит расходы на выходные пособия, поиск новых сотрудников. И данная ситуация скажется на имидже организации, возможна потеря клиентов, что чревато тем, что создастся мнение о неудачной сделке M&A.

2. Отсутствие стратегий. Иногда можно заметить, что после осуществления сделки, уже на начальном этапе развития новой организации, менеджмент попросту не знает, что делать в дальнейшем, у него нет идей. Связаны эти ситуации зачастую с тем, что организации поглощались с целью диверсификации, а поглощающая организация раньше не функционировала в этой

сфере и им сложно приспособиться. Также отсутствие стратегии может объясняться тем, что сделка была осуществлена без тщательного анализа, то есть, была связана со спонтанным желанием без продумывания стратегического развития. И было немало таких примеров, когда организации поглощались, а менеджмент не знал особенностей нового рынка и из-за этого возникали убытки. Но данная ситуация больше опасна тем, что после такой неудачной сделки целевую организацию в дальнейшем трудно продать и что с ней делать – остается открытым вопросом.

3. Недооценка затрат. Часто возникают ситуации, когда организации не учитывают весь масштаб затрат, связанных с проведением сделки по слиянию и поглощению. Прежде всего, необходимо отметить затраты на оформление сделки, реструктуризацию организации, введение новых идей, обмен ноу-хау, затраты на поиск нового персонала, сближение корпоративных культур и т.д.

4. Осознанная необъективная оценка. Персонал, который участвует в совершении сделки, иногда бывает очень заинтересован в её проведении, поскольку это может быть связано напрямую с уровнем заработной платы в связи с изменением масштабов организации. В таких случаях в предварительной оценке (в бизнес-плане) можно встретить большой объем продаж на первый же год после проведения сделки, при этом данный объем явно завышенный и недостижимый (слишком оптимистический прогноз), прикрывается это возможным достижением синергетического эффекта.

5. Отсутствие должного контроля. Успешность сделки оценивается финансовыми показателями, достигнутыми положительными эффектами. Однако, все это достижимо только при наличии эффективного плана действий как для совершения сделки M&A, так и действий в дальнейшем. Для этого каждый сотрудник, вовлеченный в этот процесс, должен знать свои функции и пути решения различного рода проблем. Не должна возникать ситуация, при которой сделка осуществлена, а контроль будет выполняться только по мере появления проблем. Практика показывает, что это приводит к дополнительным затратам, а при наличии плана решение оказывается более простым и потребует намного

меньше усилий. В данном случае хорошим примером может служить ситуация, когда в сделке участвуют организации из разных стран – намного эффективнее заранее уточнить все тонкости в законодательстве, чем после осуществления сделки терпеть убытки из-за отсутствия знаний в данной сфере.

6. Низкая скорость принятия решений и «размытые» компетенции (KPI). В ситуациях, когда одни функции могут дублироваться или, сотрудники не знают, кто должен выполнять данную функцию, сроки проведения сделки могут переноситься из-за перепоручения работы в другой отдел. Из-за этого может возникать ситуация, когда больше времени и сил начинает уделяться завоеванию места в новой структуре, а не деятельности по своевременному завершению сделки.

7. Культурные барьеры. Как отмечалось ранее, данный аспект крайне нежелательно недооценивать, поскольку возникновение такого рода разногласий может привести к неэффективному управлению организацией, если речь идет о дальнейшей деятельности. В случаях, когда такая ситуация возникает до заключения сделки, будут затягиваться переговоры, что также связано с издержками.

8. Неопытность менеджеров. Сделки по слиянию и поглощению требуют определенных навыков и умений, которые не присущи обыкновенным, пусть и крупным сделкам. Не всегда у сотрудников имеется необходимый опыт и навыки, а их попытки все взять в свои руки и применение тех же методов, что и при других условиях, часто являются причиной неудачи, не достижения эффекта синергии. И такие случаи в практике, наблюдаются в большом количестве случаев.

Таковы основные проблемы при проведении сделок M&A. Анализируя их, можно констатировать, что объединение организаций – это сложный процесс, и он требует тщательно проработанного плана, а положительный эффект возможен лишь при эффективных действиях менеджмента организации.

2.3 Разработка рекомендаций по повышению эффективности сделок M&A на основе учета нефинансовых факторов

Как было отмечено ранее, на успешность объединения влияет много факторов, все их условно можно разделить на те проблемы, которые возникают до совершения сделки и те, которые приходится решать после, в период функционирования новой организации, при реализации новых проектов.

По исследованиям различных агентств, больше половины сделок оказываются неэффективными из-за неподготовленности к интеграции [148], также по оценке специалистов успешность объединения зависит от действий руководства в первые 100 дней после объявления о совершении сделки. Поскольку зачастую менеджеры так заняты самим процессом сделки, что уже не в состоянии запланировать дальнейшие шаги после сделки M&A. При этом именно в начальный период нужно многое сделать руководителям: оформление сделки, убеждение акционеров в правильности выбранной стратегии, урегулирование вопросов с различными регулирующими органами и, что важно отметить, необходимо сплотить коллектив разных организаций, поскольку сотрудники целевой организации не находятся в располагающем для эффективной деятельности состоянии.

Менеджерам нужно решить множество вопросов в короткие сроки для того, чтобы организация быстро начала функционировать, вышла на новые мощности и начала эффективнее работать. Многие решения, принятые на начальном этапе, невозможно поменять (продажа активов, продуктовый ряд, брэнд и т.п.)

Обобщая всё это, можно выделить 3 пункта, на которые должен быть ответ у руководящего персонала:

1. Определение краткосрочных и долгосрочных целей, а также их соотношение. Правильная формулировка этих целей позволит сотрудникам организации понимать, чего ждать в дальнейшем и что для этого нужно сделать. Также определенность вселяет уверенность в работников и приводит к сплоченности. При решении данного вопроса нужно понимать, какие сильные и

слабые стороны у организации, каким должно быть новое управление и за счет чего можно будет добиться преимуществ в сжатые сроки.

2. Выявление потенциальных возможностей увеличения стоимости новой организации. Данный этап сопряжен с мотивами объединения, поскольку учитывает, как синергетический эффект в краткосрочном периоде, так и возможности в долгосрочном периоде. Стратегические же возможности повышения стоимости появляются благодаря различным факторам: освоение новых рынков, внедрение новых технологий, более эффективное использование имеющихся ресурсов, в том числе и кадровых.

3. Определение проблем, связанных с организационной эффективностью и пути их решения. Ранее упоминался такой фактор, как различие корпоративных культур. Анализируя различные примеры, специалисты в данной области едины насчет того, что данный вопрос нужно решать в любых сделках. Поэтому данную проблему следует рассмотреть более тщательно. Для устранения разногласий между сотрудниками и эффективного управления организацией необходимо:

1) Выявить проблемы, которые возникают при объединении корпоративных культур двух организаций с целью создания в дальнейшем новой корпоративной культуры, которая позволит добиться наилучших результатов от сотрудников. Для этого следует изучить различия в организациях, опрашивая либо руководителей, либо всех сотрудников – это зависит от того, в какой степени от результатов каждого зависит эффективность деятельности организации, возможно, что достаточно опроса нескольких работников, которые входят в руководящий состав. Далее же на основе полученных результатов создается новая «культура», которая сможет сплотить коллектив.

2) Пересмотреть основные методы управления, поскольку они должны будут отвечать новым реалиям. Они включают в себя рассмотрение кадровых вопросов, постановка целей, проводимые заседания и т.д. С целью ускорения создания новой корпоративной культуры можно до объединения организаций проводить ротацию сотрудников в организациях, которые участвуют в сделках. Также можно сотрудников из разных организаций размещать в одном офисе,

давать им время и выделять место для обсуждения вопросов, проводить различные опросы, внедрять новые принципы в маленькие группы. Эти методы должны помочь новой организации достичь ожидаемых результатов быстрее.

Существует вероятность, что новая корпоративная культура может образоваться сама со временем без дополнительных вмешательств, но её уже невозможно будет изменить, также в таком случае можно столкнуться уже с другими негативными факторами.

3) Удержать сотрудников. Данная задача также является важной, для ее решения необходимо определить наиболее ценные кадры либо провести политику сохранения сотрудников. Для этого часто используется система вознаграждения, то есть, выплачивается денежная сумма тем работникам, которые не покинут новую организацию. В случае, если это не помогает, нужно проводить беседы с сотрудниками и важно понимать, что наиболее ценные кадры – это не всегда топ-менеджеры организации. Также при решении данного вопроса нужно как своевременно провести назначения, то есть сотрудники в кратчайшие сроки должны определиться со своими обязанностями и приступить к работе. Неопределенность многих пугает, данным фактором могут воспользоваться конкуренты в целях найма сотрудников.

В дальнейшем необходимо повышать эффективность деятельности объединенной организации, используя преимущества, которые были получены после объединения (лучшие контракты, возможности заимствования, увеличение продаж, снижение издержек), что будет выражаться в финансовых результатах организации.

Таким образом, были выявлены основные аспекты, на которые стоит обратить внимание организациям при осуществлении сделок M&A. Стоит отметить, что при всех сделках по слиянию и поглощению, кроме финансовой составляющей и использовании опциона на стадии рассмотрения вопроса о потенциальной сделке, данные вопросы должны быть решены, нужен план как тактических, так и стратегических действий. Поскольку без эффективных

действий руководящего персонала и вовлеченных в процесс интеграции сотрудников невозможно добиться положительного эффекта от объединения.

Глава 3 Разработка методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений

3.1 Алгоритм выбора целевой организации с учетом премии по опциону

Перед тем, как оценить стоимость бизнеса (организации), нужно исследовать его состояние, оценить важнейшие характеристики, которые, во-первых, помогут понять ситуацию в организации, во-вторых, данные показатели нужны будут для расчета ставки дисконтирования при использовании кумулятивного метода (предлагается выбрать данный метод).

На данном этапе главной задачей является доказательство того, что премию по опциону необходимо учитывать при выборе целевой организации. Также необходимо выявить характеристики, относящиеся к слияниям и поглощениям. Начать следует с бухгалтерских отчетностей организаций: для их анализа потребуются бухгалтерский баланс и отчет о финансовых результатах, то есть, первые 2 формы (наличие остальных не является необходимым условием, однако, находящаяся в них информация может быть использована). Данная информация нужна для проведения ретроспективного анализа, по этой причине желательно изучить все показатели за последние 5 лет, а для учета динамики показателей за 6 лет.

В итоге были выбраны 43 крупнейшие российские организации, удовлетворяющие этому условию (таблица 7). Данная выборка репрезентативна, она охватывает более 10 отраслей: сельское хозяйство, транспорт, финансовые услуги, горнодобывающая промышленность, энергетика, металлургия, связь/телекоммуникации, здравоохранение, строительство, автомобилестроение, медиа/розничная торговля.

Таблица 7 – Список организаций и их отраслевая принадлежность

Организация	Отрасль
Акрон	Сельское хозяйство
Аэрофлот	Транспорт

Организация	Отрасль
АЛРОСА	Горнодобывающая промышленность
Башнефть	Энергетика
Группа Черкизово	Медиа/Розничная торговля
Организация М.видео	Медиа/Розничная торговля
Э.ОН Россия (ОГК-4)	Энергетика
Энел Россия (бывш. Энел ОГК-5)	Энергетика
ФСК ЕЭС	Энергетика
Газпром	Энергетика
ИНТЕР РАО	Энергетика
КАМАЗ	Автомобилестроение
Группа ЛСР (ПАО)	Строительство
Лукойл	Энергетика
Магнит	Медиа/Розничная торговля
Мечел	Энергетика
МегаФон	Связь/Телекоммуникации
ММК	Металлургия
МТС	Связь/Телекоммуникации
МОЭСК	Энергетика
Московская Биржа	Финансовые услуги
Мостотрест	Строительство
ГМК Норильский никель	Металлургия
НОВАТЭК	Энергетика
НМК	Металлургия
НМТП	Транспорт
Аптечная сеть 36.6	Здравоохранение
Фармстандарт	Здравоохранение
ФосАгро	Сельское хозяйство
Группа Организаций ПИК	Строительство
Распадская	Энергетика
Ростелеком	Связь/Телекоммуникации
РусГидро	Энергетика

Организация	Отрасль
Россети	Энергетика
Северсталь	Металлургия
СОЛЛЕРС	Финансовые услуги
Сургутнефтегаз	Энергетика
Татнефть	Энергетика
Транснефть	Энергетика
ТМК	Металлургия
Уралкалий	Металлургия
Вымпелком	Связь/Телекоммуникации
ВСМПО-АВИСМА	Металлургия

Источник: составлено автором

1. На первом этапе необходимо провести ретроспективный анализ деятельности целевой организации, в том числе анализ показателей эффективности деятельности на предмет их соответствия нормативам.

Ранее говорилось о том, что это за показатели и каковы их нормативы. Как они рассчитываются и что характеризуют, расписано в приложении А.

При этом стоит отметить, что в знаменателе коэффициентов оборачиваемости (приложение А) используются средние значения параметров за период. То же самое касается и показателей рентабельности (в той части параметров, где имеется возможность вычисления средних значений).

Рассчитав таким образом показатели эффективности, можно рассчитать стоимость собственного капитала в части рисковой компоненты – просуммировав все расчетные рисковые показатели. За безрисковую компоненту будет взята доходность еврооблигаций Российской Федерации, размещенных до 2023 года – 4,875 % в год. Данные государственные еврооблигации были размещены в 2013 году.

За безрисковую ставку принята доходность еврооблигаций, т.к. в сравнении с остальными широко распространенными индикаторами - инфляция (5,4 % за 2016 г.), доходность по долгосрочным вкладам в топ-банках Российской

Федерации (от 7,1 до 10 процентов) – является минимальным значением. Это следует исходя определения безрисковой ставки.

Стоимость заемного капитала будет рассчитана, исходя из отчетностей организаций (проценты к оплате/заемный капитал). Данный показатель будет выступать усредненным значением стоимости заемного капитала за год.

Определить доли заемного и собственного капитала не представляется сложным, поскольку при расчете K_{03} были использованы все необходимые данные. Подставив все полученные значения в формулу WACC (5) будет рассчитана ставка дисконтирования – на этом заканчивается первый шаг в выборе целевой организации.

2. Вторым шагом является непосредственно оценка стоимости организаций с помощью формулы (1). Выполненный ретроспективный анализ даст возможность предсказывать денежные потоки. Дисконтирование денежных потоков подразумевает в том числе их прогнозирование, что отмечалось ранее, при этом выбирается период прогнозирования 5-10 лет. Ввиду нестабильной ситуации в России, был выбран вариант с прогнозирование на 5 лет при следующих допущениях:

1) Исходя из налогового кодекса, ставка по налогу на прибыль равна 20 %.
2) Амортизация не учитывается напрямую, а как эффект «налогового амортизационного щита»

3) Выручка рассчитывается исходя из ретроспективного анализа (5 лет) с присвоением темпов роста каждого года коэффициентов (1-5 в зависимости от удаленности от целевого года). При аномальном значении темп роста не учитывается, при этом остальные года не претерпевают изменений.

4) С целью прогноза уровня затрат применяется линейное уравнение вида $y=a+b$, где параметры линейного уравнения рассчитываются с помощью метода наименьших квадратов. При одном аномальном значении для темпа роста доли затрат применяется среднее из оставшихся значений, при нескольких аномальных значениях – последнее корректное значение.

5) Рабочий капитал будет привязан к изменению выручки и затрат, капитальные затраты равны последнему значению в ретроспективном анализе. При этом при убыточной деятельности капитальные затраты на всем промежутке равны 0.

6) Амортизация как уже имеющих на балансе основных средств, так и вновь поставленных на баланс рассчитывается, исходя из СПИ=10 лет.

7) Ликвидационная стоимость включает в себя остаточную стоимость основных средств, высвобождаемый рабочий капитал и учитывается в последнем прогнозном периоде.

На основании данных параметров рассчитывается стоимости 43 организаций. Далее в стандартном случае оценивается потенциальный синергетический эффект от возможной сделки по слиянию/поглощению с участием двух организаций из данной выборки.

Для этого нужно оценить 903 возможных сделки:

$$N = \frac{43!}{2!(43-2)!} = 43 \cdot 42 / 2 = 903 \text{ сделки.}$$

В данном исследовании будет дополнительный 3-й этап, в основе которого расчет премии по опциону.

3. Третий шаг. С помощью формулы (9) рассчитаем премию по опциону. За период T возьмем срок в 3 месяца – 1 квартал – именно в течение данного предлагается установить срок по опциону, чтобы оценить качество прогнозов относительно деятельности целевой организации в будущем. Выбор данного периода не случаен, поскольку:

Во-первых, крупные организации каждые 3 месяца предоставляют новую отчетность.

Во-вторых, данный период должен быть наиболее приемлем как для покупающей организации, так и для целевой. При более длительном сроке могут возникнуть альтернативные издержки.

В данном случае $\exp^{-rT} = 0,988$.

То есть напрашивается вывод о том, что стоимость опциона ниже стоимости базисного актива на (удовлетворяет принципу, что стоимость опциона должна быть ниже стоимости базисного актива):

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

Данный фактор – первое преимущество использования опциона при слиянии и поглощении организаций [74, С.69].

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 не эффективными на этой стадии признаны сделки с восемью организациями (таблица 8).

Данный фактор позволит снизить количество потенциальных сделок на 308:

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

Таблица 8 – Ранжирование организаций, исходя из премии по опциону

Организация	Стоимость, млн р.	Премия	Разница в стоимости	Процент премии	Ранжирование
Акрон	129	2,70	2,70	2,08	эффективно
Аэрофлот	76	5,50	5,60	7,27	эффективно
Алроса	325	4,30	4,40	1,33	эффективно
Башнефть	425	7,90	8,00	1,85	эффективно
Черкизово	38	0,20	0,20	0,47	эффективно
МВИДЕО	1	0,00	0,00	1,08	эффективно
ОГК-4	90	0,10	0,10	0,14	эффективно
ОГК-5	0	0,00	0,00	0,06	эффективно
ФСК ЕЭС	512	0,60	0,60	0,12	эффективно
Газпром	6 315	18,50	18,70	0,29	эффективно
Интер РАО	68	0,40	0,40	0,55	эффективно
Камаз	25	0,10	0,10	0,29	эффективно
Группа ЛСР	66	1,40	1,50	2,18	эффективно

Организация	Стоимость, млн р.	Премия	Разница в стоимости	Процент премии	Ранжирование
Лукойл	659	0,20	0,20	0,03	эффективно
Магнит	134	0,20	0,20	0,17	эффективно
Мечел	-8	0,02	0,02	-0,28	потенциально эффективно
Мегафон	272	1,40	1,40	0,51	эффективно
ММК	449	9,20	9,30	2,04	эффективно
МТС	539	4,20	4,20	0,77	эффективно
МОЭСК	179	-0,10	-0,10	-0,03	не эффективно
Московская Биржа	4	0,10	0,10	1,47	эффективно
Мостотрест	67	1,70	1,70	2,53	эффективно
Норникель	786	17,40	17,70	2,22	эффективно
Новатэк	447	31,50	31,80	7,04	эффективно
Новолипецкая сталь	254	2,00	2,10	0,81	эффективно
НМТП	-8	-2,80	-2,84	33,19	не эффективно
36.6	3	-0,01	-0,01	-0,17	не эффективно
Фармстандарт	14	-0,66	-0,66	-4,84	не эффективно
Фосагро	61	2,50	2,60	4,18	эффективно
ПИК	32	0,10	0,10	0,45	эффективно
Распадская	11	0,00	0,00	-0,07	не эффективно
Роснефть	3 565	9,30	9,40	0,26	эффективно
Ростелеком	527	10,50	10,70	2,00	эффективно
РусГидро	424	0,70	0,70	0,17	эффективно
Россети	-4	-0,60	-0,60	13,73	не эффективно
Соллерс	1	0,00	0,00	2,71	эффективно
Сургутнефтегаз	3 486	70,20	71,10	2,01	эффективно
Татнефть	629	11,80	12,00	1,88	эффективно
ТМК	-37	-0,90	-0,90	2,40	не эффективно
Транснефть	268	0,70	0,70	0,25	эффективно

Организация	Стоимость, млн р.	Премия	Разница в стоимости	Процент премии	Ранжирование
Уралкалий	607	21,00	21,20	3,46	эффективно
Вымпелком	464	-0,10	-0,10	-0,01	не эффективно
ВСМПО-АВИСМА	184	6,40	6,50	3,49	эффективно

Источник: рассчитано автором

Из данных следует, что 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 неэффективности дальнейшего исследования.

Однако при пристальном рассмотрении можно заметить одно аномальное значение: есть организация, у которой абсолютная величина премии положительная, а относительная – отрицательная. Исследование данного фактора позволило выявить третье преимущество учета премии по опциону при оценке стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений:

3. Третье преимущество - ранжирование происходит не только по параметру «эффективно/не эффективно», но также и по параметру «потенциально эффективно». Это означает, что отрицательная стоимость компании (убытки прошлых периодов), при этом наблюдается повышение стоимости в динамике. Данная ситуация при эффективном действии менеджмента может иметь положительный эффект для поглощающей организации. Анализ целевых организаций можно начать с данной организации, то есть рассмотреть ее отдельно.

4. Четвертый шаг – расчет стоимости компании с учетом синергии.

5. Пятый шаг – расчет синергии (итого четвертого шага минус итог второго шага)

Схематично все шаги представлены на рисунке 13 (в том числе учтены нефинансовые аспекты).



Рисунок 13 – этапы при оценке стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений (алгоритм).

Источник: составлено автором

Таким образом, был разработан алгоритм оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений с использованием опциона. Было доказано, что учет премии по опциону необходим и позволяет добиться ряда преимуществ по сравнению со стандартными методиками. Также был выработан алгоритм действий менеджмента/организации-покупателя при сделке по интеграции. В том числе были выявлены особый вид целевых организаций, стоимость которых отрицательная, однако, возможно получение синергетического эффекта для инвестирующей стороны.

3.2 Диагностирование потенциального синергетического эффекта с учетом премии по опциону

Для завершения методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений остается заключительный этап – диагностирование потенциального эффекта синергии. На данном этапе не стоит забывать о важных допущениях [73]:

1) При слиянии организаций будет равняться минимальному из значений WACC до интеграции (например, при 10 % и 11 % будет выбрано 10 %). В идеальной ситуации значение должно быть еще ниже (но не ниже безрисковой ставки), однако, для исследования будет учтен наиболее реалистичный сценарий – минимум из двух WACC до объединения.

2) Положительный фактор при интеграции, наряду со снижением WACC, снижение затрат компании (более подробно раскрыто при рассмотрении мотивов при интеграции). Доля затрат при этом будет рассчитываться таким образом: минимальной доле будет присвоен коэффициент=2, а максимальной=1 (например, при 70 % и 80 % и одинаковой доле будет $1/1,5*0,7+0,5/1,5*0,8=73,33$ %)

3) Так как увеличение выручки труднодостижимо, то данный фактор не будет учитываться, так как, как говорилось ранее, выбирается наиболее реалистичных сценарий для современных реалий.

4) При слиянии потенциально возможно осуществить сделку с обеих сторон (при прочих равных), поэтому при расчете максимальной премии и премии по опциону будет учитываться средний процент при двух сделках.

Таблица 8 наглядно показывает, что сделка с участием «Мечел» потенциально эффективная, по этой причине оценим деятельность данной компании – общие показатели приведены в таблице 9.

Исходя из таблицы 9 можно утверждать, что практически все показатели ПАО «Мечел» имеют отрицательную динамику: как показатели независимости/зависимости, банкротства, так и маневренности, и соотношения активов.

Негативным фактором является и снижение фондоотдачи с обеспеченностью с запасами. Из положительных факторов можно отметить только коэффициент дебиторской задолженности и материалоотдачу – по ним положительная динамика. Итого рисковая компонента по данной группе показателей составляет 12 % при максимальных 14 %, что характеризует деятельность компании с отрицательной стороны.

Таблица 9 - Общие показатели эффективности ПАО «Мечел»

Коэффициент эффективности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Независимости	0,32	0,25	1,0
Финансовой зависимости	0,68	0,75	1,0
Соотношения заемного и собственного капиталов	2,15	2,97	1,0
Долгосрочной фин. независимости	0,73	0,57	1,0
Собственных оборотных средств (СОС)	-9,19	-10,00	1,0
Прогноза банкротства	-0,20	-0,42	1,0
Соотношения внеоборотных и оборотных активов	0,07	0,01	1,0
Маневренности (СОС/СК)	-1,94	-2,94	1,0
Дебиторской задолженности	0,01	0,01	0,0
Материалоотдача	10,00	10,01	0,0
Соотношения внеоборотных активов и СК	2,94	3,94	1,0
Обеспеченности матер. запасов СОС	-10,00	-10,00	1,0
Долгосрочной обеспеченности МЗ	-10,00	-10,00	1,0
Фондоотдача	10,01	10,00	1,0

Источник: рассчитано автором

Из второй группы показателей – показателей ликвидности – ни один показатель не показывает положительную динамику и не соответствует нормативу, что говорит о неспособности организации погашать свои обязательства (таблица 10).

Таблица 10 - Показатели ликвидности ПАО «Мечел»

Коэффициент ликвидности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Текущей	0,40	0,10	1,0
Срочной	0,23	0,02	1,0
Абсолютной	0,22	0,00	1,0

Источник: рассчитано автором

Таким образом, рисковая компонента по данной группе равна 3 % при максимуме 3 %. Сумма по двум группам – 15 % (при максимальных 17 %).

Третью группу показателей составляют показатели рентабельности (таблица 11).

Таблица 11- Показатели рентабельности ПАО «Мечел»

Коэффициент рентабельности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Рентабельность продаж	0,74	0,99	0,0
Рентабельность общая	-5,81	-5,49	0,0
Рентабельность чистая	-5,81	-5,44	0,0
Рентабельность себестоимости	1,79	10,00	0,0
Рентабельность затрат	0,86	0,98	0,0
Рентабельность производства	-10,00	-10,00	1,0
Рентабельность имущества	-0,09	-0,04	0,0
Рентабельность активов	-0,09	-0,04	0,0
Рентабельность внеоборотных активов	-0,10	-0,04	0,0
Рентабельность оборотных активов	-1,38	-4,58	1,0
Рентабельность чистого оборотного капитала (ЧОК)	0,46	0,10	1,0
Рентабельность перманентного капитала	-0,13	-0,07	0,0
Рентабельность собственного капитала	-0,29	-0,16	0,0
Рентабельность заемного капитала	-0,14	-0,05	0,0
Рентабельность инвестиций	0,00	0,00	1,0

Источник: рассчитано автором

Данная группа наиболее крупная по той причине, что именно исходя из данных показателей возможно наиболее точно спрогнозировать будущие денежные потоки. Показатели рентабельности позволяют утверждать, что в деятельности ПАО «Мечел» есть и положительные моменты. Так, например, только 4 показателя рентабельности не показывают положительную динамику, то есть, по данной группе рисковая компонента равна 4 % при максимуме 15 %, и общая сумма 19 % при максимуме 32 %.

В четвертой группе показателей также положительная тенденция, снижение только оборачиваемости дебиторской задолженности и рисковая компонента=1 % (таблица 12)

Таблица 12 - Показатели ликвидности ПАО «Мечел»

Коэффициент эффективности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Оборачиваемости запасов	10,00	4,41	1,0
Оборачиваемости дебиторской задолженности	3,14	1,16	0,0
Оборачиваемости кредиторской задолженности	0,40	0,20	1,0

Источник: рассчитано автором

Итого по 4-м группам показателей рисковая надбавка составила 20 %. Учитывая, что безрисковая компонента =4,875 % (государственный еврооблигации до 2023 г.), то стоимость собственного капитала будет равняться 24,875 %.

Стоимость заемного капитала будет установлена благодаря бухгалтерскому балансу предприятия. Таким образом, стоимость ЗК = 13,7 % (244 833 04/ 178 769 179), что меньше 11*1,25 для целей налогообложения (в расчетах используется ключевая ставка на 1 апреля 2016 года). Исходя из отчетности, доля заемного капитала у ПАО «Мечел» составляет 74,8, доля собственного капитала, соответственно, равна 25,2 %.

То есть $WACC = 0,137 * (1 - 0,2) * 0,748 + 0,24875 * 0,253 = 0,1447 = 14,47 \%$

В итоге стоимость организации равна минус 8 311 001 тыс. р. (таблица 13)

Таблица 13 - Стоимость ПАО «Мечел», тыс. р.

Показатели/Го д	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год
Выручка	2 576 104	2 454 920	2 339 437	2 229 386	2 124 512
Процент себестоимости	131	131	131	131	131
Чистая прибыль	-639 053	-608 991	-580 344	-553 043	-527 027
Изменение РК	0	-537 896	-512 593	-488 480	-465 501
Амортиз. щит	100	100	100	100	100
Ликвидац. стоим.	0	0	0	0	-9 895 036
WACC (ст. диск.)	0,0	0	0	0	1,1446
DCF	-558 233	-875 338	-728 776	-606 754	-5 541 900
Период	1	2	3	4	5
Стоимость	0	0	0	0	-8 311 001

Источник: рассчитано автором

При этом, как уже было сказано ранее, при грамотных действиях менеджмента возможности добиться положительного эффекта при поглощении данной организации. Анализ таких потенциально эффективных сделок с применением формулы по опциону (9) приведен в таблице 14.

Всего 34 возможные сделки (ранее уже были исключены 8 сделок, как неэффективные). Проанализировав таблицу 14, можно сделать вывод о том, что около 30 % сделок являются эффективными, что подтверждает преимущество № 3. Далее рассчитываются показатели для остальных потенциальных сделок, всего их 561 (595-34). Стоит отдельно остановиться на понятии «максимальная премия».

Таблица 14 - Анализ «потенциально эффективных» сделок

Организация	Статус	max премия, %	премия опц., %
1. Мечел+Уралкалий	неэффективно		
2. Мечел+Транснефть	неэффективно		

Организация	Статус	тах премия, %	премия опц., %
3. Мечел+Татнефть	эффективно	13,70	1,91
4. Мечел+Сургутнефтегаз	эффективно	18,06	2,02
5. Мечел+Соллерс	неэффективно		
6. Мечел+Северсталь	неэффективно		
7. Мечел+РусГидро	эффективно	12,07	0,18
8. Мечел+Ростелеком	эффективно	12,15	2,00
9. Мечел+Роснефть	неэффективно		
10. Мечел+ПИК	неэффективно		
11. Мечел+Фосагро	неэффективно		
12. Мечел+Новолипецкая сталь	неэффективно		
13. Мечел+Новатэк	неэффективно		
14. Мечел+Норникель	неэффективно		
15. Мечел+Мостотрест	неэффективно		
16. Мечел+Московская Биржа	неэффективно		
17. Мечел+МТС	неэффективно		
18. Мечел+ММК	неэффективно		
19. Мечел+Мегафон	неэффективно		
20. Мечел+Магнит	эффективно	29,19	0,20
21. Мечел+Лукойл	эффективно	4,44	0,03
22. Мечел+Акрон	неэффективно		
23. Мечел+Аэрофлот	неэффективно		
24. МечелАлроса	эффективно	5,22	1,37
25. Мечел+Башнефть	неэффективно		
26. Мечел+Черкизово	неэффективно		
27. Мечел+Мвидео	неэффективно		
28. Мечел+ОГК-4	эффективно	35,08	0,18
29. Мечел+ОГК-5	неэффективно		
30. Мечел+ФСК ЕЭС	эффективно	7,59	0,12
31. Мечел+Газпром	эффективно	9,82	0,29

Организация	Статус	тах премия, %	премия опц., %
32. Мечел+Интер РАО	неэффективно		
33. Мечел+Камаз	неэффективно		
34. Мечел+Группа ЛСР	неэффективно		

Источник: рассчитано автором

Под *максимальной премией* понимается ожидаемый синергетический эффект до выплаты премии акционерам, учета затрат на интеграцию. То есть данная премия включает:

- 1) премию акционерам
- 2) затраты на интеграцию
- 3) ожидаемый положительный эффект



Рисунок 14 – Алгоритм выбора целевой организации в сделках слияний и поглощений

Источник: составлено автором

Сравнивая максимальную премию и премию по опциону, важно отметить, то напрямую эти показатели не связаны, то есть, отсутствует прямая взаимосвязь между ними (приложение В). Отсюда следует, что взаимосвязь премии акционерам и премии по опциону тождественна взаимосвязи максимальной премии и премии по опциону.

Исходя из данного вывода можно сформулировать итоговую формулу для расчета синергетического эффекта:

$$V_s = V_{ab} - (V_a + V_{b_t} + P_{o_{call}}) - C - P, \quad (12)$$

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

Таким образом, был выработан итоговый алгоритм оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений. Было доказано, что выделение сделок на три вида при расчете премии по опциону, в том числе на потенциально эффективные, корректно. Организации с отрицательной стоимостью также могут позволить достичь синергетических эффектов.

3.3 Выбор целевой организации и апробация методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений

Ранее были проанализированы стоимости 43 организаций (таблица 7). В качестве организаций, с помощью которых будет апробирована описанная выше методика, были выбраны ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком» по ряду причин [75]:

- 1) Проведенный ранее анализ показывал эффективность данной сделки
- 2) Стоимость организаций примерно одинаковая
- 3) Деятельность в одной сфере - телекоммуникации

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. Речь будет идти о поглощении ПАО «МТС».

Далее будет представлена краткая характеристика организаций. Начнем с поглощающей организации: ПАО «Ростелеком» - российская телекоммуникационная организация, предоставляет услуги ШПД (интернет), телефонной связи, сотовой связи, интерактивного телевидения и др. Абонентская база по интернету не имеет равных в России, всего услугами данной организации пользуются более 100 млн жителей России. Уставный капитал организации составляет 7 280 089 рублей.

ПАО МТС также телекоммуникационная организация, предоставляет весь спектр услуг, оказываемых ПАО «Ростелеком», не только для жителей России, но и для стран СНГ. При этом в каждой стране абонентская база не менее 107 млн человек. Уставный капитал организации равен 206 641 356 р.

Далее оценим финансово-хозяйственную деятельность Общества для того, чтобы рассчитать стоимость заемного и собственного капиталов. Все показатели, представленные в таблице 2, условно можно разделить на 4 группы:

- 1) Общие показатели эффективности
- 2) Показатели ликвидности
- 3) Показатели рентабельности
- 4) Коэффициенты оборачиваемости

Исходя из данного деления и будет производиться дальнейший анализ организаций, в первую очередь оценим ПАО «Ростелеком» [75]:

1. Общие показатели эффективности деятельности ПАО «Ростелеком» представлены в таблице 15.

В динамике показатели финансовой зависимости, независимости и соотношения капиталов показывают положительную тенденцию, обратная ситуация с коэффициентом долгосрочной финансовой независимости. Отсутствие собственных оборотных средств, отрицательная динамика коэффициента

прогноза банкротства и соотношения активов – неблагоприятный фактор для организации.

В норматив из 14 показателей укладываются только доля дебиторской задолженности в валюте баланса и материалоотдача. При этом организация недостаточно обеспечена материальными запасами, такая же ситуация и с долгосрочной обеспеченностью, что не является положительной тенденцией. Снижение фондоотдачи свидетельствует о том, что 2015 г. не был эффективным для организации.

Суммарная рисковая компонента по данной группе равна 9 % при максимуме 14 %, что не говорит с положительной стороны о деятельности организации. Однако, в нынешней ситуации отрицательная динамика объяснима.

Таблица 15 - Общие показатели эффективности ПАО «Ростелеком»

Коэффициент эффективности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Независимости	0,48	0,50	0,5
Финансовой зависимости	0,52	0,50	0,5
Соотношения ЗК и СК	1,09	1,02	0,5
Долгосрочной фин. независимости	0,78	0,75	1,0
Собственных оборотных средств (СОС)	-2,86	-2,82	0,5
Прогноза банкротства	-0,08	-0,12	1,0
Соотношения ВНА и ОА	0,16	0,15	1,0
Маневренности (СОС/СК)	-0,81	-0,75	0,5
Дебиторской задолженности	0,09	0,09	0,0
Материалоотдача	10,00	10,00	0,0
Соотношения ВНА и СК	1,81	1,75	0,5
Обеспеченности матер. запасов СОС	-10,00	-10,00	1,0
Долгосрочной обеспеч. МЗ	-7,94	-10,00	1,0
Фондоотдача	0,94	0,90	1,0

Источник: рассчитано автором

2. Показатели ликвидности организации ПАО «Ростелеком» представлены в таблице 16:

Таблица 16 - Показатели ликвидности ПАО «Ростелеком»

Коэффициент ликвидности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Текущей	0,63	0,54	1,0
Срочной	0,57	0,49	1,0
Абсолютной	0,15	0,13	1,0

Источник: рассчитано автором

Все показатели ликвидности не укладываются в нормативы и имеют отрицательную динамику, что говорит о том, что у организации нет возможности погасить мгновенно краткосрочные обязательства и долгосрочные в ближайшей перспективе.

Рисковая по второй группе 3 % из максимальных 3 %, в сумме за две группы показателей рискованная компонента=12 % (максимум 17 %).

3. Коэффициенты рентабельности организации ПАО «Ростелеком» представлены в таблице 17.

Таблица 17 - Показатели рентабельности ПАО «Ростелеком»

Коэффициент рентабельности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Рентабельность продаж	0,144	0,14	1,0
Рентабельность общая	0,12	0,10	1,0
Рентабельность чистая	0,10	0,09	1,0
Рентабельность себестоимости	0,17	0,16	1,0
Рентабельность затрат	0,17	0,16	1,0
Рентабельность производства	0,12	0,09	1,0
Рентабельность имущества	0,07	0,05	1,0
Рентабельность активов	0,06	0,04	1,0
Рентабельность внеоборотных активов	0,07	0,05	1,0
Рентабельность оборотных активов	0,31	0,33	0,0

Коэффициент рентабельности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Рентабельность чистого оборотного капитала (ЧОК)	-10,00	-0,43	0,0
Рентабельность перманентного капитала	0,07	0,06	1,0
Рентабельность собственного капитала	0,12	0,09	1,0
Рентабельность заемного капитала	0,10	0,09	1,0
Рентабельность инвестиций	0,07	0,00	1,0

Источник: рассчитано автором

Группа показателей рентабельности самая многочисленная – 15 показателей. Как было отмечено ранее, данные показатели позволяют наиболее точно спрогнозировать тенденцию относительно деятельности организации. По этой причине прогноз для ПАО «Ростелеком» получается не оптимистичный на будущее, из всех показателей только 2 показателя рентабельности имеют положительную динамику, что говорит о том, что риск по данной группе =13 % (при максимуме 15 %) и в итоге 25 % из 32 %.

4. Коэффициенты оборачиваемости организации ПАО «Ростелеком» представлены в таблице 18.

Идеальная ситуация наблюдается в показателях оборачиваемости – по данной причине риск по данной группе=0 %.

Таблица 18 - Показатели оборачиваемости ПАО «Ростелеком»

Коэффициент оборачиваемости	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Оборачиваемости запасов	>10,00	>10,00	0,0
Оборачиваемости дебиторской з-ти	5,79	5,30	0,0
Оборачиваемости кредиторской з-ти	5,34	6,42	0,0

Источник: рассчитано автором

Так как в четвертой группе 0 %, то итоговое значение рисковых компонент=25 %. Принимая во внимание безрисковую ставку =4,875 %, выходим на стоимость собственного капитала для ПАО «Ростелеком» = 29,875 %

Как и ранее, стоимость заемного капитала будет определена из отчетности, и она равна 7,28 % (140 154 25/ 192 525 706). Также из отчетности будет взята

информация о доле заемного и собственного капиталов, что составляет, соответственно, 50,4 % и 49,6 %

Максимальная сумма процента по кредиту, учитываемая как расходы в налогооблагаемой базе по налогу на прибыль $=11*1,25$. В данном случае 7,28 % не попадает под ограничение (минимум $11*0,75$, что тоже больше 7,28 %).

Итого получаем, что $WACC=0,29875*0,496+0,0728*(1-0,2)*0,504=17,78\%$.

Далее проведем анализ 4 групп показателей для ПАО МТС. Начнем также с общих показателей эффективности:

1. Общие показатели эффективности деятельности ПАО МТС представлены в таблице 19.

В динамике не соответствуют нормативам и показывают отрицательную динамику показатели независимости и соотношения капиталов. При этом долгосрочные прогнозы более оптимистичные, поскольку коэффициент долгосрочной финансовой независимости показывает положительное изменение, идентичная ситуация касательно собственных оборотных средств, при этом данные показатели не укладываются в нормативные значения. Положительная динамика коэффициента прогноза банкротства и соотношения активов – положительный фактор для организации.

Таблица 19 - Общие показатели эффективности ПАО МТС

Коэффициент эффективности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Независимости	0,16	0,14	1,0
Финансовой зависимости	0,84	0,86	1,0
Соотношения ЗК и СК	5,07	6,01	1,0
Долгосрочной фин. независимости	0,74	0,75	0,5
Собственных оборотных средств (СОС)	-3,54	-2,93	0,5
Прогноза банкротства	-0,08	-0,03	0,0
Соотношения ВНА и ОА	0,23	0,28	0,5
Маневренности (СОС/СК)	-3,95	-4,48	1,0
Дебиторской задолженности	0,09	0,11	0,0

Коэффициент эффективности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Материалоотдача	>10,00	>10,00	0,0
Соотношения ВНА и СК	4,95	5,48	1,0
Обеспеченности матер. запасов СОС	<-10,00	<-10,00	1,0
Долгосрочной обеспеч. МЗ	-5,93	-3,38	0,0
Фондоотдача	1,84	1,91	0,0

Источник: рассчитано автором

В норматив из 14 показателей укладываются 5 показателей: доля дебиторской задолженности в валюте баланса, материалоотдача, фондоотдача, коэффициент долгосрочной обеспеченности материальными запасами и озвученный ранее коэффициент прогноза банкротства. При этом в организации материальные запасы не обеспечены собственными оборотными средствами, также коэффициент маневренности ниже норматива и соотношение активов в динамике не показывает улучшений.

В норматив укладываются 5 показателей и з 14, дополнительное 3 показателя имеют положительную динамику. Таким образом, рисковая компонента =7,5 % из 14 %. Данное значение лучше, чем у организации ПАО «Ростелеком», укладывается в средние показатели.

2. Три коэффициента ликвидности организации ПАО МТС представлены в таблице 20. Только показатель текущей ликвидности ниже норматива, однако, и он показывает положительную динамику. Это свидетельствует о том, что организация способна погасить свои текущие обязательства наиболее ликвидными активами в случае, если это потребуется в ближайшее время.

Таблица 20 - Показатели ликвидности ПАО МТС

Коэффициент ликвидности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Текущей	0,69	0,87	0,5
Срочной	0,66	0,82	0,0
Абсолютной	0,32	0,41	0,0

Источник: рассчитано автором

Итоговое значение рисковой компоненты по данной группе – 0,5 % (при максимуме 3 %). Сумма по 2 группам=8 % (максимум 17 %).

3. Коэффициенты рентабельности организации ПАО МТС представлены в таблице 21.

Положительная ситуация наблюдается среди показателей рентабельности в организации. Все они, за исключением рентабельности ЧОК и инвестиций показывают положительную динамику за год. В случае ЧОК всё связано с собственными оборотными средствами: их нехватка сказывается на данном показателе, по этой причине он отрицателен. Что касается рентабельности инвестиций, то напрашивается вывод о том, что в 2015 году Общество вложились в менее доходные/успешные проекты

В итоге рисковая компонента в данной группе 2 %. Итого за 3 группы показателей получаем 10 %.

Таблица 21 - Показатели рентабельности ПАО МТС

Коэффициент рентабельности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Рентабельность продаж	0,49	0,50	0,0
Рентабельность общая	0,11	0,20	0,0
Рентабельность чистая	0,09	0,17	0,0
Рентабельность себестоимости	0,47	0,55	0,0
Рентабельность затрат	0,32	0,38	0,0
Рентабельность производства	0,21	0,39	0,0
Рентабельность имущества	0,07	0,12	0,0
Рентабельность активов	0,06	0,10	0,0
Рентабельность внеоборотных активов	0,07	0,12	0,0
Рентабельность оборотных активов	0,31	0,44	0,0
Рентабельность чистого оборотного капитала (ЧОК)	-0,94	-2,54	1,0
Рентабельность перманентного капитала	0,08	0,13	0,0
Рентабельность собственного капитала	0,35	0,68	0,0

Коэффициент рентабельности	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Рентабельность заемного капитала	0,07	0,11	0,0
Рентабельность инвестиций	0,08	0,02	1,0

Источник: рассчитано автором

4. Коэффициенты оборачиваемости организации ПАО МТС представлены в таблице 22:

Таблица 22 - Показатели оборачиваемости ПАО МТС

Коэффициент оборачиваемости	1-й год	2-й год	Процент риска, %
Оборачиваемости запасов	>10,00	>10,00	0,0
Оборачиваемости дебиторской задолженности	7,17	5,56	0,0
Оборачиваемости кредиторской задолженности	4,37	5,06	0,0

Источник: рассчитано автором

Как и в случае с ПАО «Ростелеком» в ПАО МТС положительная динамика в части оборачиваемости запасов, дебиторской и кредиторской задолженностей. Итого риск по данной группе = 0 % (при максимальном значении 3 %).

Таким образом, проанализировав все 4 группы показателей, получили, что итоговое значение рискованной компоненты = 10 %. С учетом безрисковой ставки получаем, что стоимость собственного капитала = $4,875 + 10 = 14,875$ %.

Стоимость заемного капитала для Общества: $ZK = 29589233 / 389190285 = 7,6$ %.

Доля заемного капитала в ПАО МТС 85,7 %, соответственно, доля собственного капитала = 14,3 %. Стоимость собственного капитала складывается из безрисковой ставки, равно 4,875 %, и суммой рискованных компонент, полученной благодаря анализу четырех групп показателей и оставляющей 10 %. Итого стоимость собственного капитала = 14,875 %.

Стоимость заемного капитала = $29\ 589\ 233 / 389\ 190\ 285 = 7,6$ %. Из отчетности определены и доли заемного и собственного капиталов ПАО МТС, что составляет, соответственно, 85,7 % и 14,3 %.

Максимальная сумма процента по кредиту, учитываемая как расходы в налогооблагаемой базе по налогу на прибыль $= 11 * 1,25$. В данном случае 7,6 % не попадает под ограничение (минимум же $11 * 0,75$, что тоже больше 7,6 %).

Итого получаем, что $WACC = 0,14875 * 0,143 + 0,076 * (1 - 0,2) * 0,857 = 7,34$ %.

Далее перейдем непосредственно к оценке стоимости бизнеса организаций, участвующих в сделке по поглощению. Для этого, как отмечено ранее, применим метод дисконтированных денежных потоков, поскольку именно он позволит оценить все синергетические эффекты.

Применив упомянутые в разделах 3.1 и 3.2 допущения и факторы, получим прогнозное значение для ПАО «Ростелеком» на 5 лет (таблица 23).

Среднегодовой темп прироста выручки принят за 20,1 %, он взят на основе ретроспективного анализа предыдущих 5 лет деятельности Общества. Для расчета процента затрат от выручки применялся метод наименьших квадратов. В итоге получилось уравнение вида:

$$C = -0,004957 * n + 0,8231183,$$

где $n = 1$.

При данных темпах роста выручки можно предположить, что процент затрат не должен повышаться, он должен либо уменьшаться, либо сохраняться на уровне последнего периода.

Уравнение данного вида попадает под это условие, применим его. Однако, вторые и последующие года приравняем к первому, поскольку снижение на 3 % значительное, последующее снижение затрат только снизит правильность расчетов.

Рабочий капитал на всем промежутке увеличивается, что соответствует общей тенденции – увеличение выручки, производства (в данном случае предоставление услуг). В пятом году добавлена ликвидационная стоимость, состоящая из остаточной стоимости основных средств и высвобождаемого рабочего капитала.

Таблица 23 - Расчет стоимости бизнеса ПАО «Ростелеком», млн р.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
S	346 681	416 376	500 085	600 622	721 371
C, доля от S	0,818	0,818	0,818	0,818	0,818
Прибыль	50 432	60 571	72 748	87 373	104 939
Δ WC	-5 167	-7 198	-8 645	-10 383	-12 471
Am (щит)	0	0	0	0	0
LV	30 771	30 771	30 771	30 771	30 771
WACC	0	0	0	0	527 868
DCF	1,178	1,178	1,178	1,178	1,178
Период	64 571	60 683	58 105	56 047	287 588

Источник: рассчитано автором

Итого расчетная стоимость бизнеса = 526 995 476 тыс. р. Это будет стоимость бизнеса на момент V.

Далее рассчитаем стоимость поглощаемой организации, для этого будет руководствоваться теми же принципами, что и ранее. Расчетные показатели приведены в таблице 24.

Темп прироста выручки данной организации = 7,9 % в год. При этом процент затрат принят равным 72,6 %. В данном случае не был применен метод наименьших квадратов, поскольку не удовлетворялось условие, касающееся не превышения этого процентного значения предыдущего года.

Уравнение вида:

$$C = 0,024061 * n + 0,7076886$$

Это линейное уравнение имеет восходящий тренд при прогнозировании будущих потоков, по этой причине было решено процент затрат приравнять к предыдущему периоду. Также видим, что рабочий капитал увеличивается каждый год и по сравнению с ПАО «Ростелеком» заложены ежегодные инвестиции. Стоит заметить, что при анализе финансово-хозяйственной деятельности организаций данный фактор был очевиден, поскольку фондоотдача указывала на увеличение эффективности использования оборудования в ПАО «МТС».

Таблица 24 - Расчет стоимости ПАО МТС, млн р.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
S	367 844	396 836	428 113	461 856	498 258
C, доля от S	0,726	0,726	0,726	0,726	0,726
Прибыль	80 487	86 830	93 674	101 057	109 022
Δ WC	-4 633	-4 998	-5 392	-5 817	-6 276
Am (щит)	6 213	6 213	6 213	6 213	6 213
LV	18 270	18 891	19 512	20 133	20 599
WACC	0	0	0	0	183 686
DCF	1,0734	1,0734	1,0734	1,0734	1,0734
Период	81 902	82 033	82 144	82 240	211 143

Источник: рассчитано автором

Учтена также ликвидационная стоимость на пятый год. Таким образом, стоимость бизнеса на момент V равна 539 461 515 тыс. р. Теперь есть все данные, чтобы посчитать стоимость организаций до объединения:
 $V_a + V_b = 1\,066\,456\,991$ тыс. р.

Однако, данная стоимость нам пригодится только для сравнения. Поскольку в рамках исследования интересует стоимость опциона, в котором базисным активом выступает стоимость ПАО «МТС».

Для этого необходимо рассчитать стоимость на момент V_t , то есть с разницей в 3 месяца. Итак, стоимость ПАО МТС на момент V_t представлена в таблице 25.

Таблица 25 - Расчет стоимости ПАО МТС на момент V_t , млн р.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
S	360 736	389 168	419 841	452 931	488 630
C, доля от S	0,726	0,726	0,726	0,726	0,726
Прибыль	78 931	85 153	91 864	99 105	106 916
Δ WC	-4 633	-4 998	-5 392	-5 817	-6 276
Am (щит)	6 213	6 213	6 213	6 213	6 213

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
LV	18 114	18 736	19 357	19 978	20 599
WACC	0	0	0	0	188 836
DCF	1,0734	1,0734	1,0734	1,0734	1,0734
Период	80 308	80 442	80 555	80 652	213 279

Источник: рассчитано автором

Отличительной чертой является то, что денежные потоки смещены на 3 месяца назад, остальные вводные данные идентичные. Стоимость ПАО «МТС» на момент V_t равняется 535 235 082 тыс. р.

Рассчитаем премию по опциону: $Po_{call} = \exp^{-rT} * -(V_T - V)$

$Po_{call} = 0,98789 * -(535 235 082 - 539 461 515) = 4 175 236$ тыс. р.

И стоимость опциона = $535 235 082 + 4 175 236 = 539 410 318$ тыс. р. То есть уже на момент осуществления сделки без расчета потенциальных синергетических эффектов благодаря применению опциона возникает положительный эффект в размере = $539 461 515 - 539 410 318 = 51 197$ тыс. р.

$V_a + V_{bt} + Po_{call} = 526 995 476 + 535 235 082 + 4 175 236 = 1 066 405 794$ тыс. р.

Следующим шагом является расчет стоимости объединенной организации (таблица 26), при этом нужно будет учитывать факторы:

1) Ставка дисконтирования будет равняться минимальному из значений WACC до интеграции.

2) Доля затрат при этом будет рассчитываться таким образом: минимальной доле будет присвоен коэффициент=2, а максимальной=1 (например, при 70 % и 80 % и одинаковой доле будет $1/1,5 * 0,7 + 0,5/1,5 * 0,8 = 73,33$ %)

Таким образом, благодаря применению опциона возникает двойной положительный эффект:

1) 1,2 % от разницы в стоимостях организации за квартал

2) ожидаемая выгода (максимальная премия за вычетом затрат на интеграцию и премию акционерам)

Таблица 26 - Расчет стоимости объединенной организации, тыс. р.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
S	714 523	813 212	928 198	1 062 478	1 219 629
C, доля от S	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Прибыль	139 559	157 415	177 998	201 776	229 305
Δ WC	-9 801	-12 197	-14 038	-16 201	-18 747
Am (щит)	6 213	6 213	6 213	6 213	6 213
LV	49 041	49 662	50 283	50 904	51 370
WACC	0	0	0	0	711 554
DCF	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073
Период	160 791	163 759	168 225	173 480	678 919

Источник: рассчитано автором

Итоговая стоимость объединенной организации – 1 345 713 млн р. То есть, максимальная премия будет составлять $1\,345\,713 - 1\,066\,406 = 279\,307$ млн р. 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 о том, что опцион необходимо использовать в оценке стоимости бизнеса в сделках по слиянию и поглощению организаций, поскольку данный подход расширяет горизонт возможностей предприятий и позволяет получить финансовые преимущества.

Заключение

В процессе написания диссертации были исследованы труды ученых-экономистов в области слияний и поглощений, оценки стоимости бизнеса, теории синергетической экономики. Проанализировав теоретические материалы, были сделаны выводы о том, что сделки М&А являются одними из самых популярных методов по увеличению стоимости организации, расширению ее деятельности. Поскольку эффективно проведенная сделка по объединению позволяет организациям выходить на принципиально новый уровень, осваивать новые рынки и реализовывать новые проекты. Было установлено, что такого рода сделки сопряжены с рисками, которые условно можно разделить на внешние и внутренние. И, для каждой страны уровень риска свой, поскольку это связано с особенностями региона, где осуществляется деятельность.

Изучение теоретических аспектов позволило выявить, что при объединениях организации преследуют различные цели, исходя из этого, при осуществлении сделок М&А будут присутствовать и различные мотивы. Все эти мотивы можно разделить на 3 группы:

- 1) снижение издержек организации (уменьшение оттока ресурсов)
- 2) увеличение притока ресурсов либо их стабилизация
- 3) иные мотивы, которые нейтральны к движению ресурсов

При этом не исключается, что организациям движет не только один мотив, а несколько, которые могут относиться к различным группам. Один из наиболее значимых, которым объясняются сделки М&А, – это синергетический эффект. При этом выдвижение синергии, как причины объединения организаций, не всегда является верным.

Также были рассмотрены основные положения синергетической экономики, и было доказано, что эффективное развитие организации нужно рассматривать с точки зрения синергетической экономики, поскольку:

1) Современная экономика развивается нелинейно, экономическая среда быстро меняется. Соответственно, данный фактор невозможно игнорировать при прогнозировании результатов деятельности организаций, в том числе при слияниях и поглощениях.

2) Исходя из ранее озвученных предположений, можно сделать вывод о том, что устойчивость не гарантирует эффективности. Поскольку организации нацелены на эффективное развитие (в нашем случае максимизация благосостояния собственников с помощью слияний и поглощений), то можно утверждать про неустойчивость системы, в которой функционируют эти организации. В свою очередь, данному аспекту (неустойчивости) уделяется особое внимание в синергетической экономике.

3) 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.

Сама синергия делится на две части: на операционную и финансовую. Операционные синергии могут влиять на маржу и темпы роста, а через них и на стоимость организаций, которые участвуют в М&А. При финансовой синергии преимущество может заключаться либо в увеличении денежных потоков, либо в снижении стоимости привлечения капитала (ставки дисконтирования).

Чтобы оценить синергетический эффект, нужно рассчитать стоимость организаций, участвующих в сделке до объединения и после. Эту стоимость можно рассчитать, применяя 3 подхода: затратный, доходный, сравнительный. Проанализировав все подходы, найдя их преимущества и недостатки, было доказано, что наиболее удовлетворяющим заявленным характеристикам подходом оценки бизнеса при слияниях и поглощениях является доходный. Поскольку именно доходный подход с применением метода дисконтированных денежных потоков позволяет учесть все многообразие синергетических эффектов.

В стандартном случае оценка синергетического эффекта происходит в 4 шага:

на первом шаге - оценка стоимости бизнеса на основе метода ДДП, расчет WACC

на втором шаге – суммарная оценка стоимости бизнеса до объединения

на третьем шаге - оценка стоимости бизнеса после интеграции (с учетом синергетического эффекта)

на четвертом шаге – оценка синергии (шаг третий минус шаг второй)

В рамках данного исследования предложено добавить дополнительный шаг – расчет премии по опциону. Для расчета премии по опциону был применен метод Монте-Карло для европейского вида опциона, поскольку:

1) в модели Блэка-Шоулза присутствует ряд показателей, которые в случае оценки стоимости бизнеса только усложняют расчеты, но не необходимы в них (например, функция распределения нормальной стандартной случайной величины).

2) в модели Монте-Карло нет жесткой привязки к линейному стохастическому дифференциальному уравнению с мультипликативным шумом. В ней нет необходимости, поскольку в качестве математической модели для цены базисного актива применяется доходный подход.

3) при выборе между европейским и американскими 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.

В итоге был разработан алгоритм расчета стоимости бизнеса с учетом премии по опциону (включающий 5 шагов) и апробирована предложенная методика. Наглядным примером расчета синергетического эффекта послужила возможная сделка по поглощению с участием ПАО «Ростелеком» и ПАО «МТС». Анализ финансово-хозяйственной деятельности Обществ позволил выявить слабые стороны ПАО «Ростелеком»: отрицательная тенденция по показателям рентабельности и ликвидности. Эффективность деятельности организации не высокая, поскольку в динамике коэффициенты, характеризующие финансовые результаты, имеют нисходящий тренд. Данные выводы позволили учесть все

рисковые компоненты, которые нужны для расчета ставки дисконтирования. Напротив, в случае ПАО «Ростелеком», показатели рентабельности и ликвидности имеют положительную тенденцию, качество управления организацией находится на высоком уровне. Для расчета стоимости бизнеса необходимо учитывать некоторые допущения:

1. Исходя из налогового кодекса, ставка по налогу на прибыль равна 20 %.
2. Амортизация не учитывается напрямую, а как эффект «налогового амортизационного щита»
3. Выручка рассчитывается исходя из ретроспективного анализа (5 лет) с присвоением темпов роста каждого года коэффициентов (1-5 в зависимости от удаленности от целевого года). При аномальном значении темп роста не учитывается, при этом остальные года не претерпевают изменений.
4. С целью прогноза уровня затрат применяется линейное уравнение вида $y=a+b$, где параметры линейного уравнения рассчитываются с помощью метода наименьших квадратов. При одном аномальном значении для темпа роста доли затрат применяется среднее из оставшихся значений, при нескольких аномальных значениях – последнее корректное значение.
5. Рабочий капитал будет привязан к изменению выручки и затрат, капитальные затраты равны последнему значению в ретроспективном анализе. При этом при убыточной деятельности капитальные затраты на всем промежутке равны 0.
6. Амортизация как уже имеющих на балансе основных средств, так и вновь поставленных на баланс рассчитывается, исходя из СПИ=10 лет.
7. Ликвидационная стоимость включает в себя остаточную стоимость основных средств, высвобождаемый рабочий капитал и учитывается в последнем прогнозном периоде.

Проведенный ретроспективный анализ позволил спрогнозировать денежные потоки на 5 лет. В итоге были рассчитаны стоимости организаций ПАО «Ростелеком» и ПАО «МТС», которые составили 526 995 476 и 535 235 082 тыс. р. соответственно. Размер премии по опциону равен 4 175 236 р. Суммарная

стоимость организаций до объединения равна 1 066 405 794 тыс. р. Для расчета стоимости объединенной организации также необходимо учитывать некоторые допущения:

1. При слиянии организаций ставка дисконтирования будет равняться минимальному из значений WACC до интеграции (например, при 10% и 11 % будет выбрано 10 %). В идеальной ситуации значение должно быть еще ниже (но не ниже безрисковой ставки), однако, для исследования будет учтен наиболее реалистичный сценарий – минимум из двух WACC до объединения.

2. Положительный фактор при интеграции, наряду со снижением WACC, снижение затрат компании (более подробно раскрыто при рассмотрении мотивов при интеграции). Доля затрат при этом будет рассчитываться таким образом: минимальной доле будет присвоен коэффициент=2, а максимальной=1 (например, при 70 % и 80 % и одинаковой доле будет $1/1,5*0,7+0,5/1,5*0,8=73,33$ %)

3. Так как увеличение выручки труднодостижимо, то данный фактор не будет учитываться, так как, как говорилось ранее, выбирается наиболее реалистичных сценарий для современных реалий.

Итого стоимость организаций после объединения $V_{max}= 1\ 345\ 173\ 130$ тыс. р. $C - P+ \% = 1\ 345\ 173\ 130 - 1\ 066\ 405\ 794 = 278\ 716\ 139$ тыс. р. Данная сделка выгодная для обеих сторон. Небольшую часть из данной суммы будут составлять затраты на интеграцию (С). Предельное значение премии акционерам (Р) напрямую будет зависеть от ожидаемой выгоды (%). Для каждой сделки премия будет индивидуальной, поскольку ожидания у инвесторов разные.

Таким образом, благодаря применению опциона возникает двойной положительный эффект:

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

При этом, положительный эффект возможен только при эффективных действиях менеджмента, поскольку при осуществлении сделки руководящие

органы сталкиваются с множеством проблем: утечка кадров, отсутствие стратегии, недооценка затрат, культурные барьеры и т.д.

Все эти вопросы нужно решать в кратчайшие сроки, поскольку от действий руководства в первые 100 дней после объявления о совершении сделки M&A зависит ее успешность. Поэтому у руководства должен быть эффективный план, в котором должны присутствовать:

1. Краткосрочные и долгосрочные цели, а также их соотношение. Поскольку определенность в будущем сплачивает сотрудников, вселяет в них уверенность.

2. Потенциальные возможности увеличения стоимости новой организации. Должно быть видение того, за счет чего возможны новые улучшения: освоение новых рынков, внедрение новых технологий, более эффективное использование имеющихся ресурсов, в том числе и кадровых.

3. Пути решения проблем, связанных с организационной эффективностью. Различия в корпоративных культурах часто становятся неожиданностью для многих менеджеров и для избегания такой проблемы нужно осуществить комплекс мер, который включает в себя:

- 1) Выявление проблем, которые возникают при объединении корпоративных культур двух организаций с целью создания в дальнейшем новой корпоративной культуры, которая позволит увеличить эффективность сотрудников.

- 2) Пересмотр основных методов управления, поскольку они должны будут уже отвечать новым реалиям, новой корпоративной культуре. Можно включить также такие методы, как ротация сотрудников в организациях до объединения, размещение их в одном офисе, выделение места и времени сотрудникам для обсуждения возникших вопросов с новыми коллегами, проведение опросов и т.д.

- 3) Удержание сотрудников. Для этого можно применять систему вознаграждения, проводить личные беседы, а также как можно быстрее нужно назначать сотрудников на новые должности, чтобы они не находились в неопределенности.

При соблюдении менеджментом организации данных рекомендаций и определении эффективного плана действий на ранней стадии как для совершения сделки M&A, так и для дальнейшей деятельности новой организации, возможно повысить эффективность объединений, а также улучшить статистику удачных сделок.

Список литературы

Нормативные правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации: части 1-4 по состоянию на 10.05.2017 - Москва: Проспект, 2017 - 623 с.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации: части первая и вторая по сост. на 20 февраля 2017 г. - Москва: Проспект, 2017 - 1040 с.
3. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 03.07.2016 N 343-ФЗ) "Об акционерных обществах". - Москва: Эксмо, 2017 - 176 с.
4. Федеральный закон от 26.07.2006 N 135-ФЗ (ред. от 03.07.2016) "О защите конкуренции". - Москва: Проспект, 2017 - 112 с.

Научная и учебная литература

5. Горбунов, А.Р. Дочерние организации, филиалы, холдинги/А.Р.Горбунов. - М.: "Глобус Страниц", 2005. - 216 с.
6. Горбунов, А.Р. Управление финансовыми потоками/А.Р.Горбунов. - М.: Глобус, 2004. - 240 с.
7. Гохан, П. Слияния, поглощения и реструктуризация организаций. пер. с англ. 2-е изд./П.Гохан. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 741 с.
8. Гребенюк, Е.Н. Синергетический подход в гуманитарном исследовании: монография/Е.Н.Гребенюк. – Астрахань: Астраханский государственный университет, Издательский дом «Астраханский университет», 2011. – 100 с.
9. Грязнова, А.Г. Оценка бизнеса: учебник/А.Г.Грязнова, М.А.Федотова. - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2009. – 736 с.
10. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов/А.Дамодаран; пер. с англ. Д.Липинского, И.Розмаинского, А.Скоробогатова. – 7-е изд. – М.: Альпина Пабlishер, 2011. – 1324 с.
11. Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений организаций: научное издание/Д.А.Ендовицкий, В.Е.Соболева. – М.: КноРус, 2013. – 438 с.

12. Зайцев, Б.Ф. Механизм создания российских региональных финансово-промышленных групп/Б.Ф.Зайцев [и др.]. - М.: ЭКЗАМЕН, 2001. - 160 с.
13. Ивашковская, И.В. Моделирование стоимости компании: стратегическая ответственность инвесторов/И.В.Ивашковская. - М: Инфра-М, 2009. - 430 с.
14. Касьяненко, Т.Г., Инвестиции: учебное пособие/Т.Г.Касьяненко, Г.А.Маховикова. - М: Эксмо, 2009. - 246 с.
15. Лажу, А.Р. Искусство слияний и поглощений/А.Р.Лажу, С.Ф.Рид; пер. с английского. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 958 с.
16. Рудык, Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов: учеб.-практич. пособие/Н.Б.Рудык. - М.: Дело, 2005. – 224 с.
17. Рудык, Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения/Н.Б.Рудык. - М.: Дело, 2008.– 490 с
18. Теплова, Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании: практика российских предприятий/Т.В.Теплова. - М: Вершина, 2008. - 236 с.
19. Тихомиров, Д.В. Подходы и методы в оценке бизнеса: учебное пособие/Д.В.Тихомиров, С.И.Пучкова. – М.: МГИМО-Университет, 2014. – 212 с.
20. Хардинг, Д. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки/Д.Хардинг, С.Роувит; пер. с англ. Петкевич А.Г. - Минск: Гревцов Паблишер, 2007. - 256 с.
21. Щербаков, В.А. Оценка стоимости организации (бизнеса)/В.А.Щербаков, Н.А.Щербакова. - 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Омега-Л, 2012. – 315 с.
22. Эскиндаров, М.А. Теория слияний и поглощений/М.А.Эскиндаров [и др.]. – М.: КноРус, 2013. – 232 с.

23. Gerds, J. Post Merger Integration: Eine empirische Untersuchung zum Integrationsmanagement/J.Gerds. - Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag, 2000. - 188 p.

Диссертации

24. Восканян, Р.О. Реальный опцион как инструмент оценки стоимости инновационной компании: автореф. дис. ... канд. экон. наук.: 21.10.2015/Р.О.Восканян; РЭУ им. Г.В. Плеханова. - Москва, 2015. - 24 с.

25. Коннова, А.С. Управление эффективностью выкупов долговым финансированием в условиях современного российского рынка: дисс. канд. экон. наук 08.00.2010/А.С.Коннова - Санкт-Петербург, 2016. - 196 с.

Статьи

26. Александров, В. Глобальный рынок М&А вернулся на пять лет назад/В.Александров // Слияния и поглощения. - 2010. - № 1-2 (83-84). - С. 68-72.

27. Андреев, А.А. Философские аспекты синергетики/А.А.Андреев// Вестник ЮУрГУ. - 2008. - №21(121). - С.118-121.

28. Барковский, А. VI ежегодный Национальный форум «Слияния и Поглощения в России»: кризисные тренды М&А и прогнозы-2010/А.Барковский // Слияния и Поглощения. - 2010. - №1-2 (83-84). - С. 30-39.

29. Бегаева, А.А. Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования/отв. ред. Н.И.Михайлов. - М.: "Инфотропик Медиа", 2010 г. – 132 с.

30. Бегаева, А.А. Особенности правовых средств предотвращения недружественных поглощений/А.А.Бегаева // Безопасность бизнеса. - 2008. - № 2. - С. 25.

31. Берсенева, Т.П. Синергия и диалектическое противоречие/Т.П.Берсенева // Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского. Серия: социальные науки. Нижний Новгород, Изд-во ННГУ. - 2012. - № 3 (27). - С. 102-108.

32. Берсенева, Т.П. Синергия. Синергетика. Диалектика/Т.П.Берсенева // NB: Культуры и искусства. - 2013. - № 5. - С.35-46.

33. Будылин, М.А. Применение реальных опционов для оценки инвестиционных проектов/М.А.Будылин // Вестник Сибирского государственного аэрокосмического университета им. академика М.Ф. Решетнева. – 2007. – № 4. С. 157-160.

34. Бутаков, В.А. Актуальные вопросы построения модели дисконтированных денежных потоков (dcf) для целей управления стоимостью организации/В.А.Бутаков //Научный альманах. - 2016. - № 6-1 (19). - С. 74-80.

35. Вершков, А.В. Синергетика: проблемы и перспективы/А.В.Вершков // Вестник Сибирского государственного аэрокосмического университета им. академика М.Ф. Решетнева. - 2007. - №2. - С.135-139.

36. Восканян, Р.О. Реальный опцион как инструмент управления инновационным проектом компании/Р.О.Восканян // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. Вступление. Путь в науку. – 2013. – № 3 (7). С. 33-40.

37. Газин, Г. Наука поглощений/Г.Газин, Д.Манаков // Вестник McKinsey. - 2003. - № 2 (4). – С. 7-23.

38. Генске, М. Нормативно-правовое регулирование слияний и поглощений за рубежом/М.Генске // Слияния & поглощения. – 2003. – № 7. – С. 68-71.

39. Губер, И.С. Влияние сделок слияния и поглощения на рыночную стоимость акций организации/И.С.Губер// Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. - 2013. - № 6. - С. 114-117.

40. Елисеев, Д. Институциональные и экономические особенности слияний и поглощений в России/Д.Елисеев, В.Дорошенко // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2011. - № 46 (88). - С. 7-12.

41. Ендовицкий, Д.А. Методика анализа эффективности сделок слияния/поглощения на прединтеграционном этапе/Д.А.Ендовицкий // Экономический анализ: теория и практика. - 2007. - № 12. – С. 2-9.

42. Елифанова, Н.Ш. Роль и место синергетики в эволюционной экономике/Н.Ш.Елифанова // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. - 2010. - № 1. - С. 16-23.

43. Загребельная, Н.С. Мировой и российский рынки слияний и поглощений/Н.С.Загребельная // Вестник МГИМО Университета. - 2015. - № 2 (41). - С. 242-249.

44. Зайков, А. М&А 2009: «общественная» собственность и корпоративные конфликты/А.Зайков, О.Кривошапов // Слияния и Поглощения. - 2010. - № 1-2 (83-84). С. 9-21.

45. Зайков А., Кривошапов О. 2010-й: на нижнем плато рынка М&А/А.Зайков, О.Кривошапов // Слияния и Поглощения. - 2011. - № 1-2 (95-96). С. 10-17.

46. Зименков, Р. Процессы слияний и поглощений: опыт США и России/Р.Зименков // Инвестиции в России. - 2009. - № 10. - С. 21-30.

47. Иевлева, Н.В. Влияние реструктуризации организации на стоимость бизнеса/Н.В.Иевлева, Ю.О.Кузьмина//Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. - 2012. - №5. - С.99-103.

48. Качурина, О. Тренды рынка М&А в кризис и в посткризисный период/О.Качурина // Слияния и Поглощения. - 2010. - № 12 (94). - С. 12-17.

49. Кокурин, Д. Слияния и поглощения в условиях России: теория и практика финансовой реструктуризации/Д.Кокурин, Е.Кочетков // Финансы, Деньги, Инвестиции. – 2009. - № 1 (29). - С. 20-31.

50. Колова, Е.Ю. Влияние сделок М&А на интеграционные процессы: отраслевые приоритеты, проблемы и перспективы рынка М&А в России/Е.Ю.Колова // Экономические науки. – 2011. - № 5 (78). – С.405-411.

51. Колова, Е.Ю. Особенности трансграничных слияний и поглощений в России: мировой опыт и российская практика/Е.Ю.Колова // Экономические науки. - 2011. - № 6 (79). - С. 206-211.

52. Константинов, А. Рынок слияний и поглощений: тенденции и перспективы/А. Константинов // Финансовый менеджер. -2010. - № 7. - С. 67-74.

53. Кучуков, Р. Государственный сектор как локомотив модернизации/Р.Кучуков // Экономист. - 2010. - №9. - С. 3-14.

54. Кушлин, В. Значение ноосферной концепции В.И. Вернадского для выработки новых подходов к экономике/В.Кушлин // Вестник Российской академии естественных наук. - 2011. - №3. - С. 85-89.

55. Лизунов, В. Развитие рынка слияний и поглощений/В.Лизунов // Финансовая газета. - 2010. - № 5.

56. Лобаева, О. Особенности рынка международных слияний и поглощений в России/О.Лобаева // Мировая экономика и международные экономические отношения. - 2010. - №2 (63). - С. 328-331.

57. Лугачева, Л.И. Усиление роли государства на рынке слияний и поглощений в период экономической нестабильности/Л.И.Лугачева, М.М.Мусатова // Всероссийский экономический журнал. - 2010. - № 11. - С. 102-115.

58. Лякин, А. Участие государственных корпораций в процессах слияний и поглощений/А.Лякин // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2010. - № 5(4). - С.43-55.

59. Лященко, М.Н. Проблема объективности знания в синергетике/М.Н.Лященко //Вестник бурятского государственного университета. - 2010. - № 14. - С.64-67.

60. Мануйлов, К.Е. Оценка роли финансового рынка в развитии реального сектора экономики России/К.Е.Мануйлов// Вестник МГИМО. - 2010. - № 2(23). - С. 141-146.

61. Марков, П.А. Особенности слияний и поглощений в России/П.А.Марков // Вестник Арбитражного суда города Москвы. - 2010. – № 6. – С. 21–26.

62. Мясников, А.А. О синергетической природе экономической цикличности / А. А. Мясников // Российское предпринимательство. - 2008. - № 9. - С. 30–36.

63. Несмачных, О.В. Природа возникновения синергетического эффекта в промышленном кластере и оценка его воздействия/О.В.Несмачных // Научное обозрение. Серия 1: Экономика и право. - 2014. - № 1. - С. 27-35.
64. Петрова, Е.И. О парадигмальном статусе синергетики/Е.И.Петрова //Интерэкспо Гео-Сибирь. - 2007. - № 6.
65. Пирогов, А.Н., Слияния и поглощения организаций: зарубежная и российская теория и практика/А.Н.Пирогов // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – № 5. – С. 11-16.
66. Порошкина, Ю.О. Некоторые правовые аспекты защиты от слияний и поглощений/Ю.О.Порошкина // Юрист. - 2011. - № 13. - С. 13-18.
67. Прокопенко, Н.В. Оценка стоимости интегрированной организации при слияниях и поглощениях/Н.В.Прокопенко, В.В.Литовченко // Современные проблемы науки и образования. - 2013. - № 2. - С. 385.
68. Пушкин, А.В. Покупка и продажа бизнеса в России / А.В. Пушкин, К.А. Гришин. – М.: Альпина Паблишерз, 2014. – 294 с.
69. Савченко, Я.В. Методический подход к оценке экономической эффективности сделок слияний и поглощений/Я.В.Савченко, М.Н.Григорьев// Известия УрГЭУ. - 2013. - № 1(45). - С. 82-88.
70. Савчук, С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений/С.В.Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. - 2001. - № 5.
71. Салимов, Г.К. Особенности подходов к оценке стоимость бизнеса/Г.К.Салимов // Символ науки. - 2016. - № 7-1. - С. 71-74.
72. Семенов, Н.С. Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений/Н.С.Семенов // Финансовая экономика. - 2019. - №4. – С. 1190-1191.
73. 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.
74. 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.

75. 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.

76. 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.

77. Семенов, Н.С. Слияния и поглощения как стратегия роста организации/Н.С.Семенов // Экономика и предпринимательство. - 2016. - №3 (ч.2). - С. 1048-1054.

78. 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.

79. Сопин, В.С. Эволюционная теория в экономической науке: проблемы и перспективы/В.С.Сопин // Проблемы современной экономики. - 2009. - № 3(31).

80. Степин, В.С. О философских основаниях синергетики/В.С.Степин // Синергетическая парадигма. Синергетика образования. – М: Прогресс-традиция, 2007. - С. 97-102.

81. Тикин, В.С. Требуется борьба за равноправное соперничество/В.С.Тикин // Менеджмент в России и за рубежом. – 2009. – № 2. – С. 11–19.

82. Хасанова, Г.Ф. Синергия как метод повышения эффективности деятельности организации/Г.Ф.Хасанова, И.В.Буренина // Электронный научный журнал «Нефтегазовое дело». - 2011. - № 6. - С. 188-196.

83. Шаленкова, О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок М&А/О.Шаленкова // Слияния и поглощения. - 2008. - № 1.

84. Шарков, Д.А. «Дью Дилидженс»: фундаментальная процедура для структурирования сделок по слиянию и поглощению организаций/Д.А.Шарков// Проблемы современной экономики. - 2015. - № 1 (53). - С. 123-125

85. Bradley, M. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?/M.Bradley, A.Desai, E.H.Kim// Journal of Financial Economics. - 1983. - № 2(11). - P. 183–206.

86. Carey, D. Lessons from Master Acquirers: A CEO roundtable on Making Mergers succeed/D.Carey// Boston, HBR. - 2001. - P. 1-23.

87. Jansen. 10 Thesen gegen Post Merger Integration Management/Jansen,A.Stephan //Organisationsentwicklung. - 2000. -№1. - P. 32-47.

88. Jansen. Anforderungen und Zumutungen: Das HR Management bei Fusionen/Jansen, A.Stephan, N.Pohlmann// Personalführung. - 2000. -№ 2. - P. 30-39.

89. Jensen, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers/M.C.Jensen// American Economics Review. - 1986. - №2. - P. 323–329.

90. Morosini. National Cultural Distance and Cross-border Acquisitions Performance/ Morosini [and etc.]// Journal of International Business Studies. - 1998. - №29. - P. 137-158.

91. Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers/R.Roll // Journal of Business. - 1986. - №2(59). - P. 197–216.

92. Töpfer. Mergers & Acquisitions: Anforderungen und Stolpersteine/Töpfer, Armin//Zeitschrift Führung+Organisation. - 2000. - №1. - P. 10-17.

Электронные ресурсы

93. Данные о деятельности ПАО "Акрон" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Акрон". - 2020. - Режим доступа: <http://www.acron.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

94. Данные о деятельности ПАО "Алроса" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Алроса". - 2020. - Режим доступа: <http://www.alrosa.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

95. Данные о деятельности ПАО "Аптечная сеть 36,6" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Аптечная сеть 36,6". - 2020. - Режим доступа: <http://www.366.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

96. Данные о деятельности ПАО "Аэрофлот" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Аэрофлот". - 2020. - Режим доступа: <http://www.aeroflot.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

97. Данные о деятельности ПАО "Башнефть" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Башнефть". - 2020. - Режим доступа: <http://www.bashneft.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

98. Данные о деятельности ПАО "ВымпелКом" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "ВымпелКом". - 2020. - Режим доступа: <http://www.transneft.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

99. Данные о деятельности ПАО "Газпром" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Газпром". - 2020. - Режим доступа: <http://www.gazprom.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

100. Данные о деятельности ПАО "Газпромбанк" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Газпромбанк". - 2020. - Режим доступа: http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/f92/GPB_Uralkali_corporate_action_RUS.pdf (дата обращения: 18.09.2020).

101. Данные о деятельности ПАО "ГМК «Норильский никель»" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "ГМК «Норильский никель»". - 2020. - Режим доступа: <http://www.nornik.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

102. Данные о деятельности ПАО "Группа "Черкизово"" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Группа "Черкизово"". - 2020. - Режим доступа: <http://cherkizovo.com> (дата обращения: 18.09.2020).

103. Данные о деятельности ПАО "Группа компаний ПИК" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Группа компаний ПИК". - 2020. - Режим доступа: <https://www.pik.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

104. Данные о деятельности ПАО "Группа ЛСР" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Группа ЛСР". - 2020. - Режим доступа: <http://www.lsrgroup.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

105. Данные о деятельности ПАО "Интер РАО" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Интер РАО". - 2020. - Режим доступа: <http://www.interra.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

106. Данные о деятельности ПАО "КаМАЗ" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "КаМАЗ". - 2020. - Режим доступа: <https://www.kamaz.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

107. Данные о деятельности ПАО "Корпорация ВСМПО-АВИСМА" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Корпорация ВСМПО-АВИСМА". - 2020. - Режим доступа: <http://www.vsm-po.ru/> (дата обращения: 18.09.2020).

108. Данные о деятельности ПАО "Лукойл" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Лукойл". - 2020. - Режим доступа: <https://www.lukoil.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

109. Данные о деятельности ПАО "М.Видео" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "М.Видео". - 2020. - Режим доступа: <http://www.mvideo.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

110. Данные о деятельности ПАО "Магнит" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Магнит". - 2020. - Режим доступа: <http://magnit-info.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

111. Данные о деятельности ПАО "Мегафон" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Мегафон". - 2020. - Режим доступа: <http://moscow.megafon.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

112. Данные о деятельности ПАО "Мечел" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Мечел". - 2020. - Режим доступа: <http://www.mechel.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

113. Данные о деятельности ПАО "ММК" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "ММК". - 2020. - Режим доступа: <http://mmk.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

114. Данные о деятельности ПАО "Московская биржа" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Московская биржа". - 2020. - Режим доступа: <http://moex.com> (дата обращения: 18.09.2020).

115. Данные о деятельности ПАО "Мостотрест" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Мостотрест". - 2020. - Режим доступа: <http://mostotrest.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

116. Данные о деятельности ПАО "МОЭСК" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "МОЭСК". - 2020. - Режим доступа: <https://www.moesk.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

117. Данные о деятельности ПАО "МТС" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "МТС". - 2020. - Режим доступа: <http://www.mts.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

118. Данные о деятельности ПАО "НЛМК" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "НЛМК". - 2020. - Режим доступа: <http://nlmk.com/ru/> (дата обращения: 18.09.2020).

119. Данные о деятельности ПАО "НМТП" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "НМТП". - 2020. - Режим доступа: <http://www.nmtp.info> (дата обращения: 18.09.2020).

120. Данные о деятельности ПАО "Новатэк" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Новатэк". - 2020. - Режим доступа: <http://www.novatek.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

121. Данные о деятельности ПАО "Распадская" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Распадская". - 2020. - Режим доступа: <http://www.raspadskaya.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

122. Данные о деятельности ПАО "Россети" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Россети". - 2020. - Режим доступа: <http://www.rosseti.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

123. Данные о деятельности ПАО "Ростелеком" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Ростелеком". - 2020. - Режим доступа: <http://www.rostelecom.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

124. Данные о деятельности ПАО "РусГидро" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "РусГидро". - 2020. - Режим доступа: <http://www.rushydro.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

125. Данные о деятельности ПАО "Северсталь" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Северсталь". - 2020. - Режим доступа: <http://www.severstal.com/rus/> (дата обращения: 18.09.2020).

126. Данные о деятельности ПАО "Соллерс" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Соллерс". - 2020. - Режим доступа: <http://www.sollers-auto.com/ru/> (дата обращения: 18.09.2020).

127. Данные о деятельности ПАО "Сургутнефтегаз" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Сургутнефтегаз". - 2020. - Режим доступа: surgutneftegas.ru (дата обращения: 18.09.2020).

128. Данные о деятельности ПАО "Татнефть" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Татнефть". - 2020. - Режим доступа: <http://www.tatneft.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

129. Данные о деятельности ПАО "ТМК" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "ТМК". - 2020. - Режим доступа: <https://www.tmk-group.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

130. Данные о деятельности ПАО "Транснефть" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Транснефть". - 2020. - Режим доступа: <http://www.transneft.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

131. Данные о деятельности ПАО "Уралкалий" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Уралкалий". - 2020. - Режим доступа: <http://www.uralkali.com> (дата обращения: 18.09.2020).

132. Данные о деятельности ПАО "Фармстандарт" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Фармстандарт". - 2020. - Режим доступа: <http://pharmstd.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

133. Данные о деятельности ПАО "ФосАгро" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "ФосАгро". - 2020. - Режим доступа: <https://www.phosagro.biz> (дата обращения: 18.09.2020).

134. Данные о деятельности ПАО "ФСК ЕЭС" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "ФСК ЕЭС". - 2020. - Режим доступа: <http://www.fsk-ees.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

135. Данные о деятельности ПАО "Энел Россия" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Энел Россия". - 2020. - Режим доступа: <https://www.enelrussia.ru> (дата обращения: 18.09.2020).

136. Данные о деятельности ПАО "Юнипро" [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "Юнипро". - 2020. - Режим доступа: <http://www.unipro.energy> (дата обращения: 18.09.2020).

137. Деловая информация [Электронный ресурс]// Официальный сайт газеты "Ведомости". - 2020. - Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/12/11/669092-aktsii-rosnefti-prodani-deshevle-chem-poruchilo-pravitelctvo> (дата обращения: 18.09.2020).

138. Деловая информация [Электронный ресурс]// Официальный сайт газеты "Взгляд". - 2020. - Режим доступа: <https://vz.ru/press/2005/10/18/10096.html> (дата обращения: 18.09.2020).

139. Деловая информация [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "РБК". - 2020. - Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/19/06/2016/5766de939a7947c828a6778e> (дата обращения: 18.09.2020).

140. Деловая информация [Электронный ресурс]// Официальный сайт ПАО "РБК". - 2020. - Режим доступа: <http://www.rbc.ru/economics/18/05/2006/5703c2f99a7947dde8e0a86b> (дата обращения: 18.09.2020).

141. Еврооблигации: Россия, 2023 [Электронный ресурс]// Сайт рынка облигаций в России. - 2020. - Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/emissions/issue/44547> (дата обращения: 18.09.2020).

142. Информация о финансовом рынке [Электронный ресурс]// Официальный сайт издательского дома "Регламент". - 2020. - Режим доступа:

http://www.reglament.net/bank/banking/2007_1_article.htm (дата обращения: 18.09.2020).

143. Корпоративный менеджмент [Электронный ресурс]: Как приобрести бизнес на заемные средства. - 2020. - Режим доступа: http://www.cfin.ru/investor/m_and_a/lbo.shtml (дата обращения: 18.09.2020).

144. Олейников А. Мировой рынок слияний и поглощений (M&A): 2013 г. / А. Олейников [Электронный ресурс]// Анализ рынка слияний и поглощений в 2013 г. - Режим доступа: <http://inventure.com.ua/analytics/investments/mirovoj-rynok-cliyanij-i-pogloshenij-m-a-itogi-2013-goda> (дата обращения: 18.09.2020).

145. Перспективы использования модели LBO в условиях современной российской экономики [Электронный ресурс]// Журнал правовых и экономических исследований. - 2020. - Режим доступа: http://giefjournal.ru/sites/default/files/022_1.pdf (дата обращения: 18.09.2020).

146. Препятствия на пути развития сделок leveraged buyout (LBO) в России/ О.И. Иконникова [Электронный ресурс]// Научная электронная библиотека «КиберЛенинка». - 2020. - Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/prepyatstviya-na-puti-razvitiya-sdelok-leveraged-buyout-lbo-v-rossii> (дата обращения: 18.09.2020).

147. Рынок слияний и поглощений в РФ [Электронный ресурс]// Аналитический сайт «Слияния и поглощения в России». - 2020. - Режим доступа: <http://mergers.ru/> (дата обращения: 18.09.2020).

148. Статистическая информация [Электронный ресурс]// Официальный сайт McKinsey & Company. - 2020. - Режим доступа: http://www.mckinsey.com/global_locations/europe_and_middleeast/russia/ru (дата обращения: 18.09.2020).

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

150. Private Banking & Wealth Managment [Электронный ресурс]// Почему в России нет LBO? - 2020. - Режим доступа: <http://pbwm.ru/articles/pochemu-v-rossii-ne-budet-lbo> (дата обращения: 18.09.2020).

Приложение А (обязательное).

Расчет коэффициентов эффективности деятельности организации

1) Коэффициент независимости:

$$K_{01} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Валюта баланса}}, \quad (1)$$

По значению показателя судят о том, насколько организация независима от привлечения капитала других организаций.

2) Коэффициент финансовой зависимости:

$$K_{02} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Валюта баланса}}, \quad (2)$$

Позволяет судить о доле заемных средств в финансировании данной организации.

3) Коэффициент соотношения заемного и собственного капиталов:

$$K_{03} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}}, \quad (3)$$

Показывает финансовую устойчивость организации, позволяет судить о том, сколько единиц заемного капитала приходится на единицу собственного капитала.

4) Коэффициент долгосрочной финансовой независимости:

$$K_{04} = \frac{\text{Собственный капитал} + \text{Долгосрочные обязательства}}{\text{Валюта баланса}}, \quad (4)$$

Позволяет оценить, в какой степени за счет собственных и долгосрочных заемных средств сформированы активы организации.

5) Собственные оборотные средства:

$$K_{05} = \frac{\text{Собственный капитал} - \text{Внеоборотные активы}}{\text{Оборотные активы}}, \quad (5)$$

Показывает, какая часть оборотных активов сформирована за счет собственных средств.

6) Коэффициент прогноза банкротства:

$$K_{06} = \frac{\text{Оборотные активы} - \text{Краткосрочные обязательства}}{\text{Валюта баланса}}, \quad (6)$$

Характеризует удельный вес чистых оборотных средств в сумме актива баланса.

7) Соотношение внеоборотных и оборотных активов:

$$K_{07} = \frac{\text{Внеоборотные активы}}{\text{Оборотные активы}}, \quad (7)$$

Позволяет судить о том, сколько р. внеоборотных активов приходится на 1 р. оборотных активов. Должен сравниваться с коэффициентом соотношения заемных и собственных средств.

8) Коэффициент маневренности:

$$K_{08} = \frac{\text{Собственные оборотные средства}}{\text{Собственный капитал}}, \quad (8)$$

Показывает, какая часть собственных оборотных средств находится в обороте.

9) Коэффициент дебиторской задолженности:

$$K_{09} = \frac{\text{Дебиторская задолженность}}{\text{Валюта баланса}}, \quad (9)$$

Показывает, какую долю составляет дебиторская задолженность в валюте баланса.

10) Материалоотдача:

$$K_{10} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Запасы}}, \quad (10)$$

Характеризует выход продукции на 1 р. потребленных материальных ресурсов.

11) Соотношение внеоборотных активов и собственного капитала:

$$K_{11} = \frac{\text{Внеоборотные активы}}{\text{Собственный капитал}}, \quad (11)$$

Показывает обеспеченность внеоборотных активов собственным капиталом.

12) Обеспеченность материальных запасов собственными оборотными средствами:

$$K_{12} = \frac{\text{Собственные оборотные средства}}{\text{Запасы+НДС}}, \quad (12)$$

Характеризует, в какой степени материальные запасы обеспечены собственными и не нуждаются ли он в привлечении заемных средств.

13) Долгосрочная обеспеченность материальными запасами:

$$K_{13} = \frac{\text{Собственные оборотные средства} + \text{долгосрочные обязательства}}{\text{Запасы} + \text{НДС}}, \quad (13)$$

Отличается от предыдущего показателя тем, что в данном случае оценивается обеспеченность материальных запасов в том числе и долгосрочными заемным капиталом.

14) Фондоотдача:

$$K_{14} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Собственный капитал (ср.знач.)}}, \quad (14)$$

Характеризует уровень эффективности использования основных производственных фондов организации, отрасли.

15) Коэффициент текущей ликвидности:

$$K_{15} = \frac{\text{Оборотные активы без учета долгосрочной дебиторской задолженности*}}{\text{Краткосрочные обязательства}}, \quad (15)$$

*до 2011 года долгосрочная дебиторская задолженность входила в состав оборотных активов, в ретроспективный анализ данный год входит, по этой причине в формуле данное уточнение.

Коэффициент отражает способность организации покрыть свои текущие обязательства за счет оборотных активов.

16) Коэффициент срочной ликвидности:

$$K_{16} = \frac{\text{КДЗ} + \text{КФВ} + \text{ДС}}{\text{Краткосрочные обязательства}}, \quad (16)$$

Где КДЗ – краткосрочная дебиторская задолженность;

КФВ – краткосрочные финансовые вложения;

ДС – денежные средства

Показывает какая часть текущих обязательства может быть покрыта немедленно за счет средств на счетах, в краткосрочных ценных бумагах и поступления по расчетам с дебиторами.

17) Коэффициент абсолютной ликвидности:

$$K_{17} = \frac{\text{КФВ} + \text{ДС}}{\text{Краткосрочные обязательства}}, \quad (17)$$

Данный показатель позволяет судить о том, какая часть текущих обязательств может быть покрыта за счет наиболее ликвидных активов.

18) Рентабельность продаж:

$$K_{18} = \frac{\text{Валовая прибыль}}{\text{Выручка}}, \quad (18)$$

Отражает, какую часть выручки составляет валовая прибыль

19) Операционная рентабельность продаж:

$$K_{19} = \frac{\text{Прибыль до налогообложения}}{\text{Выручка}}, \quad (19)$$

Показывает, какая часть прибыли содержится в каждом рубле полученной выручки за вычетом уплаченных процентов и налогов.

20) Рентабельность продаже по чистой прибыли:

$$K_{20} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}}, \quad (20)$$

Отражает, сколько рублей чистой прибыли получает с каждого рубля продажи организация.

21) Рентабельность себестоимости:

$$K_{21} = \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Себестоимость}}, \quad (21)$$

Показывает прибыль с каждого рубля, затраченного на производство и реализацию продукции.

22) Рентабельность затрат:

$$K_{22} = \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Себестоимость} + \text{управленческие расходы} + \text{коммерческие расходы}}, \quad (22)$$

Отражает прибыль с каждого рубля, затраченного на производство, реализацию продукции, управленческие и коммерческие расходы.

23) Рентабельность производства:

$$K_{23} = \frac{\text{Прибыль до налогообложения}}{\text{Основные средства (ср.знач.)}}, \quad (23)$$

Показывает, насколько эффективно используются основные средства организации.

24) Рентабельность имущества:

$$K_{24} = \frac{\text{Прибыль до налогообложения}}{\text{Валюта баланса (ср.знач.)}}, \quad (24)$$

Отражает величину прибыли, получаемую организациям за год с каждого рубля, вложенного в его деятельность за вычетом затрат на налоги.

25) Рентабельность активов:

$$K_{25} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Валюта баланса (ср.знач.)}}, \quad (25)$$

Отражает величину чистой прибыли, получаемую организациям за год с каждого рубля, вложенного в его деятельность.

26) Рентабельность внеоборотных активов:

$$K_{26} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Внеоборотные активы (ср.знач.)}}, \quad (26)$$

Показывает прибыль, получаемую организациям за год с каждого рубля, вложенного во внеоборотные активы.

27) Рентабельность оборотных активов:

$$K_{27} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборотные активы (ср.знач.)}}, \quad (27)$$

Отражает величину чистой прибыли, получаемую организациям за год с каждого рубля, вложенного в оборотные активы.

28) Рентабельность чистого оборотного капитала:

$$K_{28} = \frac{\text{Прибыль до налогообложения}}{\text{(Оборотные активы – краткосрочные обязательства) (ср.знач.)}}, \quad (28)$$

Показывает прибыль, получаемую организациям за год с каждого рубля, вложенного в оборотные активы за вычетом краткосрочных обязательств.

29) Рентабельность перманентного капитала:

$$K_{29} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{(Собственный капитал + Долгосрочные обязательства) (ср.знач.)}}, \quad (29)$$

Отражает эффективность использования капитала, вложенного в деятельность организации на длительный срок.

30) Рентабельность собственного капитала:

$$K_{30} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал (ср.знач.)}}, \quad (30)$$

Показывает величину прибыли организации на единицу стоимости собственного капитала.

31) Рентабельность заемного капитала:

$$K_{31} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Заемный капитал (ср.знач.)}}, \quad (31)$$

Отражает величину прибыли организации на единицу стоимости заемного капитала.

32) Рентабельность инвестиций:

$$K_{31} = \frac{\text{Доходы от участия в других организациях}}{(\text{КФВ} + \text{ДФВ}) (\text{ср.знач})}, \quad (32)$$

Характеризует эффективность инвестиционной деятельности организации в части вложений в другие организации.

33) Коэффициент оборачиваемости запасов:

$$K_{33} = \frac{\text{Себестоимость}}{\text{Запасы}}, \quad (33)$$

Показывает, сколько раз в среднем продаются запасы за определенный период времени.

34) Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности:

$$K_{34} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Дебиторская задолженность}}, \quad (34)$$

С помощью данного показателя измеряется скорость погашения дебиторской задолженности.

35) Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности:

$$K_{35} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Кредиторская задолженность}}, \quad (35)$$

Характеризует скорость погашения организацией кредиторской задолженности.

Приложение В (обязательное). Вспомогательные расчеты при оценке стоимости бизнеса

Таким образом рассчитана стоимость бизнеса в момент V_t и V для каждой эффективной организации (под эффективной организацией понимается организация, интеграционная сделка с участием которой позволит получить синергетический эффект). Данные расчеты (рисунок В.1) необходимы для выбора целевой компании, для выявления зависимости между премией по опциону и премией акционерам (либо для выявления отсутствия данной взаимосвязи).

VSMPO-AVISMA	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020		2 016	2 017	2 018	2 019	2 020			
Выручка	85	104	128	158	194		90	110	136	167	205			
% с/с	0,713	0,713	0,713	0,713	0,713		0,713	0,713	0,713	0,713	0,713		T	0,25
ЧП	20	24	29	36	45		21	25	31	38	47		r	0,04875
изм. РК	-11	-13	-16	-19	-23		-11	-13	-16	-19	-23		V_t	177,8
Покупка ОС	2	2	2	2	2		2	2	2	2	2		V	184,3
Амортизация	3	4	4	4	4		3	4	4	4	4		Премия	6,4
Остаток РК+ост. Стоимость ОС	0	0	0	0	156		0	0	0	0	155			
Ставка дисконтирования					1,066		1,066	1,066	1,066	1,066	1,066			
DCF	9	11	13	15	130	0	10	12	14	16	131			
Период	1	2	3	4	5		1	2	3	4	5			
Стоимость бизнеса					178	0	0	0	0	0	184			
Uralkali	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020		2 016	2 017	2 018	2 019	2 020			
Выручка	211	257	313	381	464	0	223	271	330	402	489			
% с/с	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600		0,600	0,600	0,600	0,600	0,600		T	0,25
ЧП	68	82	100	122	149	0	71	87	106	129	157		r	0,04875
изм. РК	-46	-46	-57	-69	-84	0	-46	-46	-57	-69	-84		V_t	585,5
Покупка ОС	13	13	13	13	13	0	13	13	13	13	13		V	606,8
Амортизация	11	12	13	14	16	0	11	12	14	15	16		Премия	21,0
Остаток РК+ост. Стоимость ОС					557	0	0	0	0	0	553			
Ставка дисконтирования					1,064		1,064	1,064	1,064	1,064	1,064			
DCF	18	31	36	43	458	0	22	35	41	48	461			
Период	1	2	3	4	5		1	2	3	4	5			
Стоимость бизнеса					586	0	0	0	0	0	607			
Transneft	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020		2 016	2 017	2 018	2 019	2 020			
Выручка	784	816	849	884	920	0	792	824	858	893	929			
% с/с	0,957	0,957	0,957	0,957	0,957		0,957	0,957	0,957	0,957	0,957		T	0,25
ЧП	27	28	29	30	31	0	27	28	29	30	32		r	0,04875
изм. РК	7	-6	-6	-7	-7	0	7	-6	-6	-7	-7		V_t	267,7
Покупка ОС	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		V	268,4
Амортизация	3	3	3	3	3	0	3	3	3	3	3		Премия	0,68
Остаток РК+ост. Стоимость ОС	0	0	0	0	214	0	0	0	0	0	213			
Ставка дисконтирования					1,07		1,07	1,07	1,07	1,07	1,07			
DCF	34	21	21	20	172	0	34	22	21	20	172			
Период	1	2	3	4	5		1	2	3	4	5			
Стоимость бизнеса					268	0	0	0	0	0	268			

Рисунок В.1 - Расчет премии по опциону по «эффективным организациям», млн р.

Источник: рассчитано автором

Итоговый расчет представлен на рисунке В.2. Показаны две потенциальные сделки из 595, аналогичным образом рассчитывалась потенциальная максимальная премия и соотношению между нею и премией для опциона. Данные расчеты, в том числе, позволили доказать, что между премией акционерам и премией по опциону отсутствует прямая зависимость.

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Опцион (премия)	Стоимость до М&А, MRUR	Стоимость после М&А, MRUR	Премия макс., MRUR	Премия макс.	Премия по опциону итоговая	Соотношение
VSMPO-AVISMA												
Выручка	84 964 994	104 416 683	128 321 596	157 699 244	193 802 543							
% с/с	71%	71%	71%	71%	71%							
ЧП	19 532 283	24 003 959	29 499 369	36 252 886	44 552 538							
изм. РК	-11 010 698	-12 635 298	-15 527 993	-19 082 936	-23 451 739							
Покупка ОС	2 328 391	2 328 391	2 328 391	2 328 391	2 328 391							
Амортизация	3 425 626	3 658 465	3 891 304	4 124 143	4 356 982							
Остаток РК+ост. Стоимость ОС					156 150 000							
Ставка дисконтирования					1,066							
DCF	9 021 868	11 171 456	12 817 856	14 678 024	130 137 874							
Период	1	2	3	4	5							
Стоимость бизнеса					177 827 078	3,492%						
Uralkali												
	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020							
Выручка	211 027 010	256 968 328	312 911 231	381 033 101	463 985 340							
% с/с	0,600	1	1	1	1							
ЧП	67 562 563	82 271 169	100 181 890	121 991 838	148 549 888							
изм. РК	-46 174 026	-46 440 348	-56 550 575	-68 861 833	-83 853 294							
Покупка ОС	12 865 843	12 865 843	12 865 843	12 865 843	12 865 843							
Амортизация	10 609 987	11 896 572	13 183 156	14 469 740	15 756 324							
Остаток РК+ост. Стоимость ОС					557 187 664							
Ставка дисконтирования					1,064							
DCF	17 977 897	30 780 298	36 461 500	42 668 629	457 655 624							
Период	1	2	3	4	5							
Стоимость бизнеса					585 543 947	3,459%	763	785	22	2,85%	3,47%	0,82
Transneft												
	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020							
Выручка	783 870 794	815 792 889	849 014 969	883 589 974	919 573 000							
% с/с	1	1	1	1	1							
ЧП	26 740 708	27 829 687	28 963 014	30 142 495	31 370 008							
изм. РК	6 508 695	-6 126 444	-6 375 935	-6 635 587	-6 905 812							
Покупка ОС	224 389	224 389	224 389	224 389	224 389							
Амортизация	2 919 794	2 942 233	2 964 672	2 987 111	3 009 550							
Остаток РК+ост. Стоимость ОС					213 598 657							
Ставка дисконтирования					1,070							
DCF	33 603 378	21 343 150	20 693 323	20 065 084	171 979 572							
Период	1	2	3	4	5							
Стоимость бизнеса					267 684 508	0,253%	446	529	84	18,77%	1,55%	12,14

Рисунок В.2 - Расчет синергетического эффекта, премии по опциону, премии акционерам.

Источник: рассчитано автором