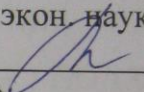


МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ  
Кафедра экономической теории и прикладной экономики

ДОПУЩЕНО К ЗАЩИТЕ В  
ГЭК И ПРОВЕРЕНО НА  
ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЯ  
Заведующий кафедрой  
д-р экон. наук, профессор  
 И.А. Лиман  
«   »                      2016

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА  
ПОДХОДЫ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И  
ПОГЛОЩЕНИЙ НА РОССИЙСКИХ РЫНКАХ  
(магистерская диссертация)

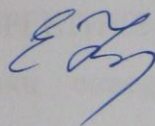
38.04.01 Экономика: Экономика и правовое регулирование бизнеса

Выполнила  
Студентка 2 курса  
очной формы обучения



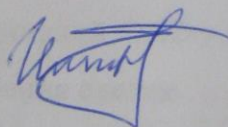
Гирченко  
Ксения  
Павловна

Научный руководитель  
д-р экон. наук, профессор



Киселица  
Елена  
Петровна

Рецензент  
Заместитель начальника  
Департамента снабжения и  
материальных ресурсов  
ООО «АРМАДА»



Ильиных  
Александр  
Сергеевич

Тюмень 2016

Работа выполнена на кафедре экономической теории и прикладной экономики

Финансово-экономического института ТюмГУ

по направлению «Экономика»,

магистерская программа «Экономика и правовое регулирование бизнеса»

Защита в ГЭК

протокол от \_\_\_\_\_ № \_\_\_\_\_

оценка \_\_\_\_\_

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА ПРОЦЕССА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ.....	7
1.1. Терминология и классификация процессов слияния и поглощения.....	7
1.2. Основные мотивы процессов слияния и поглощения.....	16
1.3. Анализ состояния и тенденции развития процессов слияний и поглощений на российских рынках.....	20
ГЛАВА 2. ОЦЕНКА МЕТОДОЛОГИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РОССИЙСКИХ РЫНКАХ.....	29
2.1. Подходы к понятию эффективности.....	29
2.2. Анализ методов определения эффективности сделок по слиянию и поглощению.....	36
2.3. Исследование методических аспектов оценки эффективности слияний и поглощений.....	45
ГЛАВА 3. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА ОСНОВЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА.....	51
3.1. Совершенствование методики определения потенциального синергетического эффекта.....	51
3.2. Анализ деятельности компаний ОАО «Прикамьекалий» и ОАО «Сибилла» до осуществления сделки.....	57
3.3. Апробация методики определения потенциального синергетического эффекта.....	63
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	70
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	73
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	82

## ВВЕДЕНИЕ

С каждым годом мировая тенденция к реструктуризации путем слияний и поглощений становится все более актуальной для российских компаний, особенно для предприятий нефтегазового сектора.

Процессы слияния и поглощения происходят тогда, когда заинтересованные стороны видят для себя определенные экономические выгоды. С точки зрения акционеров привлекательность сделок по слиянию и поглощению (сделок M&A) заключается в росте капитализации новой компании, этот рост часто вызван полученным в результате сделки синергетическим эффектом. Однако около двух третей слияний и поглощений оказываются в конечном итоге убыточными, поэтому при планировании подобных сделок необходимо проводить обоснованную оценку их эффективности.

Большинство существующих методов экономической оценки эффективности сделок слияний и поглощений, основанных на расчете потенциального синергетического эффекта, базируются на определении рыночной цены акций объединяющихся предприятий, и могут применяться лишь для компаний, чьи акции котируются на фондовом рынке. Однако в последние годы в процессы реструктуризации путем слияний и поглощений все активнее вовлекаются компании, не котирующиеся на фондовом рынке, что затрудняет оценку синергетического эффекта от интеграции с использованием имеющегося инструментария.

Возрастающее число работ в области оценки эффективности сделок по слиянию и поглощению компаний подтверждает актуальность поставленной в данной работе проблемы. Теоретические подходы к анализу и оценке эффективности сделок по слиянию и поглощению представлены в работах таких ученых, как: Д.А. Ендовицкий, И.В. Ивашковская, П.П. Лапшин, А.Д. Радыгин, Н.Б. Рудык, А.Е. Хачатуров, Н.А. Шмелева, Р.М. Энтов, Д. Бишоп, П. Гохан, М. Гулд, А. Дамодаран, Х. Итами, Дж. Киннунен, Т. Колер, Т.

Коупленд, Дж. Краг, Э. Кэмпбелл, А. Лажу, Дж. Мурин, Б. Пешеро, Ш.П. Пратт, С. Рид, К.Л. Саммерс, М.Л. Сироуэр, К. Феррис, Ф. Эванс.

Необходимость анализа и совершенствования методики оценки потенциального синергетического эффекта как критерия целесообразности сделок по слиянию и поглощению компаний определила выбор темы диссертационного исследования.

Цель исследования заключается в совершенствовании методики определения потенциального синергетического эффекта от слияний и поглощений компаний.

Основные задачи работы:

- 1) исследование теоретических основ анализа процесса слияний и поглощений;
- 2) анализ методологических подходов к определению эффективности слияний и поглощений на российских рынках;
- 3) экономическая оценка эффективности слияний и поглощений на основе определения потенциального синергетического эффекта.

Объектом исследования является процесс слияний и поглощений.

Предметом исследования является экономическая эффективность стратегий слияний и поглощений компаний на российском рынке.

Элементы научной новизны исследования:

1. Предложены определения терминов «слияние» и «поглощение», отличающихся от известных тем, что доминирующим отличительным признаком одного от другого является достижение определенной формы синергетического эффекта от осуществления сделки.
2. Разработан способ систематизации форм синергетических эффектов от слияний и поглощений, заключающийся в определении маркетингового и инновационного аспектов как отдельных классифицирующих признаков.

3. Усовершенствована методика определения синергетического эффекта на основе определения разницы стоимостей компаний после совершения сделки и до нее с учетом в расчете расходов на процесс слияния и поглощения и значение премии.

Практическая значимость работы состоит в универсальности предложенной модели в качестве средства для анализа и оценки сделок слияний/поглощений инвесторами, аналитиками и другими заинтересованными лицами. Основные положения и выводы, полученные в ходе исследования, могут быть использованы менеджерами для повышения эффективности сделок слияний и поглощений.

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в, подтверждается изучением и анализом значительного объема научной литературы, использованием достаточного объема аналитической и статистической информации по исследуемой проблеме, а также применением современных экономических теорий и способов исследования.

## ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА ПРОЦЕССА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

### 1.1 Терминология и классификация процессов слияния и поглощения

Стремление компаний к расширению масштабов своей деятельности обусловлено тем, что в целях выживания в условиях жесткой рыночной конкуренции они должны расти и повышать эффективность использования производственных и финансовых ресурсов [29].

Для этого компании используют различные стратегии развития: от органического роста предприятия, то есть роста за счет внутренних ресурсов, до сделок по слияниям и поглощениям.

Использование стратегии органического роста имеет следующие положительные черты:

- 1) небольшой риск при расширении бизнеса;
- 2) стратегия базируется на уже накопленных компанией знаниях, опыте и ресурсах;
- 3) меньшие затраты на осуществление стратегии по сравнению со стратегией слияния и поглощения компаний.

Отрицательными сторонами данной стратегии являются следующие:

- 1) требуется больше времени на достижение результатов осуществления стратегии;
- 2) меньше возможностей диверсификации бизнеса в новые перспективные сферы деятельности, так как внутри компании отсутствуют необходимые знания и опыт;
- 3) при диверсификации деятельности требуется длительный период времени на достижение точки безубыточности и получение прибыли на вложенные средства;
- 4) большие затраты времени и финансовых ресурсов на получение таких стратегически важных активов, как результаты НИОКР, ноу-хау, патенты.

Аналогично рассмотрим положительные и отрицательные стороны слияний и поглощений как стратегии развития компании.

К преимуществам слияний и поглощений относятся:

- 1) более быстрое достижение стратегических целей;
- 2) быстрое приобретение необходимых нематериальных активов (за счет так называемого «эффекта безбилетника» [44]);
- 3) ослабление конкуренции в отрасли;
- 4) возможность достижения синергетического эффекта;
- 5) быстрое увеличение доли рынка.

К недостаткам слияний и поглощений относятся:

- 1) значительные единовременные финансовые затраты на осуществление стратегии;
- 2) высокий риск в случае неверного выбора компании-цели слияния или поглощения и неудачного выбора времени осуществления сделки;
- 3) возможность возникновения непредвиденных сложностей при интеграции компаний в виду различий в организационной культуре (на данную причину приходится 35% неудач при слияниях и поглощениях) [17, с. 114].

Главным преимуществом слияний и поглощений компаний по сравнению с органическим ростом (посредством накопления капитала) является быстрота осуществления стратегии. Так, самостоятельная разработка и вывод новой продукции, услуги или технологии на рынок может занять около восьми лет, в то время как осуществление слияния или поглощения и последующая интеграция компаний происходит в среднем за два-три года. Также, несмотря на большие затраты при проведении слияний и поглощений, они выгоднее с финансовой точки зрения, чем органический рост, в случае приобретения нематериальных активов, таких как: ноу-хау, торговые марки, патенты, лицензии, бренд, результаты НИОКР [37, с. 221].

Выбор между стратегией органического роста и стратегией слияний и поглощений зависит от вида продукции, ресурсов, конкурентных



преимуществ и возможностей компаний, а также от характеристик целевой отрасли. Стратегия органического роста выигрышна в том случае, если отрасль находится только на стадии развития, и/или на рынке действуют небольшие компании, производящие диверсифицированные продукты и/или использующие уникальные ресурсы, либо есть возможность интенсивного роста за счет эффективной конкуренции. И, наоборот, для компании, не производящей уникальную продукцию и/или не обладающей уникальными ресурсами, действующей или собирающейся вступить в медленнорастущую отрасль, характеризующуюся высокими входными барьерами, связанными с размером компаний и/или с их конкурентными преимуществами (репутацией, брендом, используемой технологией), предпочтительней будет использовать стратегию слияний и поглощений в целях роста и развития или выхода на новые рынки [6].

Это, а также ограниченность запасов углеводородного сырья и все увеличивающаяся капиталоемкость его добычи, объясняет, почему большинство компаний нефтегазовой отрасли, характеризующейся однородной продукцией, низкими темпами роста отрасли и крупномасштабным производством, предпочитают именно стратегию слияний и поглощений другим способам повышения эффективности деятельности и, как следствие, конкурентоспособности на рынке [9; 31, с. 56].

В настоящее время в экономической литературе не существует однозначного определения термина «слияния и поглощения». Этот термин начал использоваться в российской экономической практике относительно недавно и является не вполне корректным переводом английского термина «mergers and acquisitions» (M&A), что дословно переводится на русский язык как «слияния и приобретения». В западной деловой практике поглощение (takeover) является одним из самых распространенных видов приобретения компаний.

Сделки по слияниям и поглощениям компаний осуществляются на рынке корпоративного контроля, в процессе реализации данных сделок происходит приобретение прав корпоративного контроля одной компанией над другой. При этом под корпоративным контролем понимается «совокупность экономических и юридических прав, дающих возможность собственникам влиять на стратегию развития и текущую деятельность компании» [36, с. 212]. К сделкам M&A относят следующие сделки:

- 1) слияние, то есть объединение двух и более компаний в одну;
- 2) добровольные и враждебные поглощения (покупка компанией другой компании или нескольких компаний);
- 3) выкуп компании-цели с использованием схемы долгового финансирования (Leveraged Buyout, или LBO), то есть, поглощение производится заемными средствами. В результате капитал новой компании состоит в основном из долговых средств, а активы приобретенной компании могут использоваться компанией-покупателем для обеспечения займа.

Существует три типа сделок LBO:

- выкуп доли компании менеджментом (management buyout - MBO) - применяется в случае плохого экономического положения компании и отказа ее владельцев от дальнейшего ее финансирования;
- выкуп работниками (employee buyout – EBO) – приобретение акций компании ее служащими;
- реструктуризация – в этом случае большая часть приобретаемых активов продается для оплаты займов, за счет которых происходило финансирование.

- 4) изменение в структуре собственности компании;
- 5) обратное слияние или поглощение (создание публичной компании без проведения IPO) имеет место, когда не прошедшая публичный листинг компания объединяется или приобретает котирующуюся компанию, что позволяет ей получить статус публичной компании и пройти листинг на фондовой бирже с меньшими затратами средств и времени;

- б) выделение и продажа бизнес-единицы (spin-off, demerger, spin-out);
- 7) установление контроля над руководством компании или ее мажоритарным акционером;
- 8) покупка контрольного пакета акций компании;
- 9) преднамеренное банкротство компании в целях последующей покупки ее активов [69, с. 114].

Рассмотрим и сравним, что понимают под слияниями и поглощениями в российской и западной практике.

Российское законодательство не оперирует термином «слияния и поглощения». Вместо этого используется термин «реорганизация акционерного общества» и выделяются следующие формы реорганизации: слияние, выделение, присоединение, разделение и преобразование. В российском законодательстве [48; 50] под слиянием понимается такая форма реорганизация двух или нескольких юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят к возникшему в результате реорганизации юридическому лицу в соответствии с передаточным актом. То есть, результатом слияния является образование новой компании на основе двух или нескольких фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование в ходе сделки. При этом образовавшаяся компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства своих составных частей, после чего последние ликвидируются.

Зарубежные ученые зачастую не проводят четкой границы между терминами «слияние» и «поглощение», используя оба термина для обозначения одних и тех же типов сделок [22, с. 447; 49]. Отличие зарубежной практики от российской состоит в том, что термин «merger» обозначает такой способ объединения компаний, при котором одна из компаний выживает, а все остальные утрачивают свою независимость и самостоятельность и входят в ее состав.

То есть одна или несколько компаний объединяются с другой и растворяются в ней. Слияние в зарубежной практике не предполагает

обязательного равноправия компаний после проведения сделки. При этом санкция акционеров на сделку требуется со стороны всех компаний, совершающих слияние. Этому способу объединения компаний в российском законодательстве соответствует такая форма реорганизации, как «присоединение». Присоединение подразумевает прекращение деятельности одного или более юридических лиц с последующей передачей всех их прав и обязанностей другому юридическому лицу. Российскому термину «слияние» соответствует западный термин «корпоративная консолидация» или «full merger». При осуществлении консолидации компании прекращают свое существование и передают все свои права и обязанности новой образовавшейся компании, а их акционеры становятся акционерами новой компании. Этот вид объединения эффективен в случае, если в сделке участвуют равноценные фирмы.

«Современный экономический словарь» определяет: «Поглощение - форма слияния, предполагающая, что поглощающая фирма остается юридическим лицом, а поглощаемая ликвидируется, передав при этом первой все имущество, обязательство, долги. Поглощающая компания в результате такой операции увеличивает свои активы на сумму чистых активов поглощаемой компании, а ее акционерам предоставляется право приобрести новые акции пропорционально долевого участию каждого. Чаще всего поглощение происходит принудительно» [59, с. 226].

В зарубежной практике к приобретению (acquisition) обычно относят сделки по покупке одной компании другой компанией или юридическим лицом и установление над приобретенной компанией контроля.

К поглощению (takeover) относят сделки по приобретению контроля над целевой компанией путем покупки контрольного пакета ее акций [54, с. 212].

Рассмотрим точки зрения различных авторов на определения данных терминов в таблице из Приложения 1.

Большинство авторов сходятся в том, что под «поглощением» следует понимать приобретение права собственности на компанию путем приобретения ее акций или активов. Слияние, в свою очередь, трактуется, как объединение всех активов и обязательств компаний, участвующих в сделке, в рамках одной компании. В вопросе: будет ли это новая компания, либо объединение произойдет на базе одной из компаний-участниц (в российском законодательстве такая сделка будет называться «присоединением»), мнения авторов расходятся.

Некоторые авторы определяют «слияние» как разновидность «поглощения», то есть все сделки по приобретению компаний относятся к «поглощениям», а слияние – это возможный последующий шаг компании-поглотителя, если она решит объединить свои активы с активами приобретенной компании. Другие считают наоборот, что «поглощения» входят в состав «слияний», при этом в процессе слияния всегда выживает только одна компания, случай, когда происходит равноправное объединение компаний, называют консолидацией.

Анализ существующих определений позволил автору сформировать собственные определения понятий слияния и поглощения:

– слияние – это дружественная сделка по объединению двух или более компаний в одну, сопровождающаяся конвертацией акций, объединением активов и обязательств компаний-участниц сделки, на базе одной из компаний или вновь образованной с сохранением состава участников, финансовой, организационной и производственной структур. Целью таковой сделки является достижение маркетингового и/или инновационного синергетических эффектов.

– поглощение – это покупка акций или активов одной компании, осуществляемая другой компанией, сопровождающаяся передачей прав собственности и, зачастую, заменой менеджмента приобретенной компании и изменением ее финансовой и производственной политики. Главной задачей такой сделки является получение финансового и/или операционного

синергетических эффектов. При этом компания-цель может остаться формально самостоятельным юридическим лицом, слияния организационных структур может и не произойти.

Формы поглощений:

– компания-покупатель делает тендерное предложение о покупке контрольного пакета обыкновенных акций менеджменту компании-цели поглощения (дружеское поглощение);

– компания-покупатель делает тендерное предложение напрямую акционерам компании-цели поглощения, либо скупает крупные пакеты акций компании-цели на вторичном рынке (враждебное поглощение);

– покупка активов компании-цели поглощения.

Рассмотрим классификацию сделок М&А. Слияния и поглощения могут быть классифицированы по следующим признакам:

По характеру слияния и поглощения делятся на:

1) вертикальные – объединение компаний, связанных технологической цепочкой производства готовой продукции;

2) горизонтальные – объединение компаний, занимающихся производством одного и того же продукта или осуществляющих одинаковые стадии производства;

3) родовые – объединение компаний, выпускающих комплиментарные (взаимосвязанные) товары;

4) конгломератные – объединение компаний из разных отраслей, не имеющих производственной общности, делятся на:

– слияния и поглощения с расширением продуктовой линии - объединение компаний, производящих неконкурирующие между собой продукты со схожим процессом производства и каналами реализации (например, покупка компании, производящей средства личной гигиены компанией, занимающейся производством средств для уборки дома);

– слияния и поглощения с расширением рынка - объединение компаний, имеющее целью получение дополнительных каналов реализации

продукции, выход на рынки ранее не обслуживаемых географических регионов;

– чистые конгломератные слияния и поглощения - не предполагают общности объединяющихся компаний.

Основной целью конгломератных сделок M&A является диверсификация деятельности объединяющихся компаний.

По национальной принадлежности объединяющихся компаний выделяют: национальные (объединяющиеся компании являются резидентами одной страны) и транснациональные (объединяющиеся компании являются резидентами разных стран) слияния и поглощения. Также возможны слияния и поглощения транснациональных компаний между собой.

В зависимости от отношения менеджмента компании к слиянию или поглощению, выделяют:

1) дружественные слияния и поглощения, поддерживаемые менеджментом обеих компаний;

2) враждебные поглощения - когда менеджмент компании-цели поглощения не поддерживает готовящуюся сделку и осуществляет меры по противодействию ей.

По способу объединения потенциалов компаний, можно выделить следующие типы слияний и поглощений:

1) корпоративные альянсы – в этом случае компании объединяются или создают совместные структуры только для развития какого-то определенного направления бизнеса, в других сферах деятельности они действуют самостоятельно;

2) корпорации – компании объединяют все свои активы. В свою очередь подразделяются на:

– производственные слияния и поглощения – компании объединяют свои производственные мощности, получение синергетического эффекта ожидается за счет увеличения масштабов производства;

– чистые финансовые слияния и поглощения – синергетический эффект достигается за счет усиления позиций на фондовом рынке, кооперации в области научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИОКР) и централизации финансовой политики

– производственно-финансовые слияния и поглощения – достижение синергетического эффекта за счет производственной и финансовой кооперации.

По условиям сделки M&A могут быть следующих видов:

- 1) паритетные – объединения компаний на равных условиях;
- 2) непаритетные – акционеры объединяющихся компаний получают неравные доли в акционерном капитале образующейся в результате слияния или поглощения компании, это связано с тем, что в большинстве случаев капитализация компаний-участниц сделки различна.

То, какой тип сделки будет выбран компаниями, зависит от стратегических целей компаний, мотивов, побуждающих к вступлению в сделку по слиянию или поглощению, а также от ситуации на рынке и от тех ресурсов, которыми компании располагают [70].

Таким образом, рассмотрев классификацию процессов слияния и поглощения компаний, перейдем анализу основных мотивов, побуждающих к использованию данных процессов.

## 1.2 Основные мотивы процессов слияния и поглощения

В процессе изучения сделок слияний и поглощений очень важно выявить мотивы сделки, именно они определяют характер отношений между компаниями, вступающими в сделку, степень интеграции деятельности компаний и ресурсы, необходимые для осуществления успешной сделки.

Мотивы вступления в сделку M&A отражают причины, по которым две или несколько объединенных компаний стоят больше, чем каждая из них по



отдельности. Главной же целью большинства сделок по слияниям или поглощениям является рост стоимости объединенной компании.

По влиянию на ресурсы компании можно выделить следующие группы мотивов:

- 1) мотивы уменьшения издержек;
- 2) мотивы увеличения или стабилизации ресурсов;
- 3) не влияющие на изменение ресурсов мотивы.

К мотивам уменьшения издержек относятся следующие:

1. Мотив экономии на масштабе. Экономия на масштабе достигается предприятием тогда, когда средние издержки на единицу продукции уменьшаются с увеличением производства.

2. Мотив привлечения более качественного управленческого аппарата и более совершенных технологий производства. То есть компании, имеющие неэффективный аппарат управления, являются главными кандидатами на поглощение компаниями с более эффективным менеджментом.

3. Мотивы снижения закупочных цен. Более крупный покупатель может снизить закупочные цены за счет скидок на большие объемы закупок и путём угрозы смены поставщика.

4. Мотив кооперации в области НИОКР. Мотив связан с поиском путей снижения издержек на разработку новых технологий и создание новых продуктов. Например, одна компания имеет инновационные технологии и продукты, разработанные командой исследователей, инженеров, ученых, программистов и т.д., работающих в ней, но не имеет соответствующих мощностей для их внедрения и производства. Другая компания, в свою очередь, может обеспечить внедрение, производство и реализацию технологий и продуктов, но не имеет самих научных разработок. Объединение этих компаний принесет выгоды обеим.

5. Мотивы устранения дублирующих функций. Смысл данного мотива состоит в том, что за счет устранения повторяющихся полномочий и централизации ряда функций экономятся средства на содержание

руководящего и обслуживающего аппарата. Также экономия денежных средств будет происходить за счет того, что отпадет необходимость дублирования программного обеспечения и разнообразных лицензий.

6.Налоговые мотивы. В случае вертикальной интеграции может возникнуть экономия на косвенном налогообложении за счет внутренних цен. Также при слиянии высокоприбыльной компании с компанией, имеющей большие налоговые льготы, но недостаточно прибыльной, чтобы ими воспользоваться в полной мере, есть возможность, что объединенная компания сможет сократить налоговые платежи.

7. Мотив получения преимущества на рынке капитала. Крупным компаниям ввиду их репутации и высокого кредитного рейтинга легче привлекать заемные средства и получать дешевые кредиты.

Ко второй группе мотивов, нацеленных на увеличение или стабилизацию ресурсов, относятся следующие мотивы:

1.Мотив монополии. Зачастую слияния происходят с целью достижения монопольного положения на рынке и увеличения рыночного влияния. Также к этой группе мотивов относится приобретение конкурентов и их последующее закрытие с целью устранения ценовой конкуренции.

2.Мотив приобретения комплиментарных ресурсов. Объединяющиеся компании приобретают необходимые им ресурсы дешевле и быстрее чем, если бы создавали их самостоятельно.

3.Мотив диверсификации производства и расширения географии влияния. Диверсификация производства снижает риски и помогает стабилизировать поток доходов. Также результатом диверсификации является увеличение активов компании, что позволяет увеличить эффективность ее деятельности за счет лучшего перераспределения средств и увеличения масштаба операций. Расширение географии влияния позволяет выйти на новые рынки сбыта, снизить подверженность локальным экономическим и политическим рискам, повысить свой вес при переговорах с властями.

4. Мотив получения крупных контрактов. У крупной объединенной компании появляется достаточно возможностей, чтобы получать и реализовывать крупные заказы.

5. Мотив получения дополнительной информации. При слиянии или поглощении компании получают дополнительную информацию о продукте, рынке и основных конкурентах, объединяют клиентскую базу, интегрируют корпоративные культуры, которые могут обогатить друг друга и получают доступ к технологиям, патентам, ноу-хау и персоналу друг друга.

6. Мотивы, связанные с наличием свободных ресурсов у компании. Компания генерирует крупные потоки денежных средств и образовавшиеся излишки денег вкладывает в акции других компаний.

К группе мотивов, не влияющих на изменение ресурсов компании, относятся следующие мотивы.

1. Мотивы защиты от поглощения. Порой слияние компаний является способом защиты от поглощения более мощными конкурентами.

2. Мотив разницы в рыночной цене предприятия и стоимости его замещения имеет решающее значение в случае, если рыночная цена компании—цели слияния или поглощения меньше, чем создание аналогичного предприятия «с нуля». Этот мотив особенно ярко иллюстрируется приобретением крупными компаниями небольших предприятий в различных странах и регионах с последующим преобразованием их в свои филиалы в целях расширения географии своей деятельности, вместо строительства новых производств в этих регионах.

3. Мотив «too big to fail». Чем больше корпорация, тем больше у нее шансов получить помощь от государства, так как она является крупным налогоплательщиком, создает рабочие места и гарантирует стабильную поставку производимой продукции на рынок.

4. Мотивы продажи приобретаемого предприятия по частям. Имеет место в том случае, если ликвидационная стоимость компании выше ее

текущей рыночной стоимости, то есть имеется возможность «купить дешево, а продать дорого».

5. Личные мотивы менеджеров. Данные мотивы обусловлены личными качествами руководителей, стремящихся к получению крупных бонусов, расширению своих полномочий, укреплению в глазах акционеров и т.д.

6. Вывод капитала за границу. Это характерно для реалий российской действительности, когда в целях обеспечения безопасности капитала, компании вкладываются в активы за рубежом, что позволяет легально вывести крупные денежные суммы [14; 57].

Практически все вышеперечисленные мотивы нацелены на рост стоимости компании после слияния или поглощения. Однако, как показывает практика, далеко не все слияния и поглощения достигают поставленных целей. Большинство сделок, в конечном счете, оказываются неэффективными в силу тех или иных причин. В целях изучения факторов, влияющих на эффективность сделки, проанализируем в следующем пункте данной главы диссертационного исследования российский рынок слияний и поглощений.

### 1.3 Анализ состояния и тенденции развития процессов слияний и поглощений на российских рынках

Рынок слияний и поглощений в России можно назвать сравнительно молодым, так как он начал развиваться только в середине 1990-х годов в период становления рыночной экономики и приватизации. Однако, несмотря на всего двадцатилетнюю историю, российский рынок развивается очень динамично и по оценке стоимости рынка уже становится одним из восточно-европейских лидеров. Согласно анализу инвестиционно-консалтинговой группы «Консалтпром», темпы роста рынка слияний и поглощений в России превышают аналогичные показатели мирового рынка примерно в 3 раза.

Тенденции мирового и российского рынков трудно назвать схожими. Динамики рынков, их структура, темпы роста – все эти показатели отличают отечественный рынок от мирового.

Анализируя мировой рынок, можно отметить, что кризис 2008 года значительно отразился на количестве и объеме сделок в денежном выражении и пока так и не достигли докризисного периода. По итогам первого квартала 2014 года рынок снова показал отрицательную динамику, в то время как рынок России демонстрирует рост.

Российский рынок можно назвать достаточно стабильным, что обусловлено устойчивостью экономики, в том числе к кризису 2008 года. Быстрое посткризисное восстановление рынка также можно назвать положительным фактором. В 2012 году российский рынок полностью восстановился, количество произведенных сделок выросло на 12%, в то время как данный показатель в мире упал на 10%.

По итогам 2013 года рынок демонстрирует рост, как в количественном, так и в стоимостном выражении. Эксперты компании KPMG оценивают результаты года как рекордные в стоимостном выражении, начиная с 2007 года (если не учитывать приобретение Роснефтью ТНК-ВР). Данные по количеству и стоимости сделок (не включая сделки свыше 10 млрд. долл.) приведены ниже (Таблица 1).

Таблица 1

## Статистика российского рынка M&amp;A

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Количество	393	336	2010	274	313	342	320
Объем, млрд. долл.	117,3	66,3	37,8	78,2	73,1	80,5	94,0

Источник: [41]

В октябре 2015 года российский рынок слияний и поглощений совершил резкий прорыв. Число транзакций в октябре было относительно невелико — 40 сделок, на одну больше, чем в предыдущем месяце, но на 27% меньше, чем в октябре 2014 года (55 сделок). Однако их сумма выросла до \$6,34 млрд., почти втрое превысив результат октября 2014 года (\$2,13 млрд.). По отношению к сентябрю 2015 года (\$3,8 млрд.) прирост составил 66%.

В рублевом эквиваленте рынок М&А в октябре 2015 года вырос еще сильнее. Сумма сделок составила 408,2 млрд. руб. Она увеличилась в 4,4 раза по сравнению с октябрём 2014 года (92,45 млрд. руб.) и в 1,6 раза по сравнению с сентябрем 2015 года (251,9 млрд. руб.).

Тем не менее, по итогам десяти месяцев 2015 года рынок М&А все еще не преодолел отставание от прошлого года. Совокупное число сделок за январь-октябрь 2015 года составило 354 транзакций — на 17% меньше, чем за тот же период годом ранее (427 транзакций).

Их общая стоимость составила \$35,31 млрд. — на 15,6% меньше, чем в январе-октябре 2014 года (\$41,82 млрд.). Средняя стоимость сделки (за вычетом крупнейших от \$1 млрд.) упала на 13% к январю-октябрю 2014 года, до \$48,8 млн. с \$56,1 млн. Половина всех сделок по-прежнему происходит в низшем ценовом диапазоне стоимостью до \$10 млн.

Зато в рублевом эквиваленте рынок М&А за десять месяцев 2015 года уже превзошел результат прошлого года. Сумма сделок за этот период составила 2,08 трлн. руб., на 12% больше, чем за весь 2014 год (1,86 трлн. руб.). Однако в значительной степени на это повлияли инфляция и падение курса рубля к доллару.

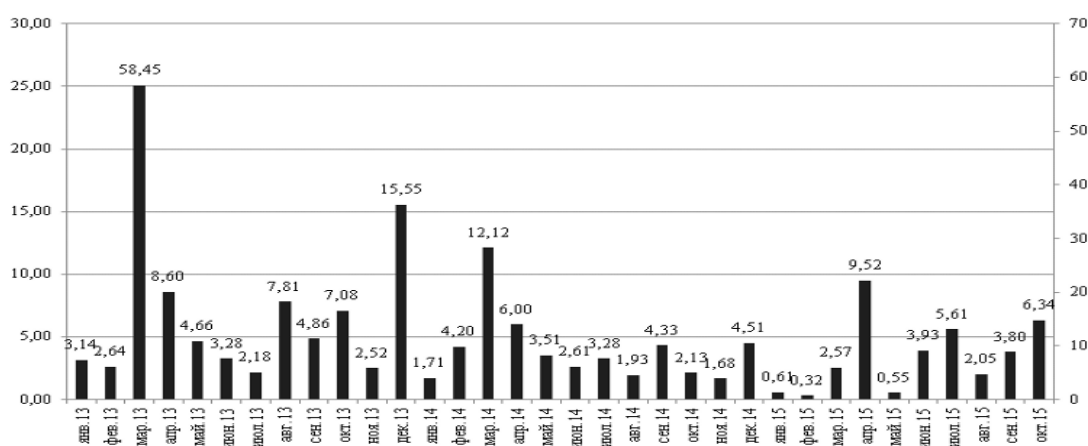


Рис. 1 - Динамика сделок на российском рынке М&А по сумме, \$ млрд.

Источник: [41]

Всплеск активности на рынке М&А может оказаться краткосрочным, поскольку макроэкономическая обстановка по-прежнему остается неблагоприятной. ВВП России за январь-сентябрь 2015 года сократился на

3,7% в годовом выражении. По прогнозам Минэкономразвития, на таком же уровне падение ВВП останется по итогам года.

Спад экономики РФ по итогам 2015 года составит 3,6%, следует из прогноза международного рейтингового агентства Standard & Poor's (S&P). Прогнозное значение по итогам 2016 года — рост на 0,3%. В Сбербанке ожидают нулевого роста экономики в 2016 году при сохранении существующих цен на нефть и макроэкономических факторов и на 0,5-0,6% — при улучшении обстановки.

Очередным негативным фактором стало падение цен на нефть Brent в начале декабря до уровня \$40 за баррель и ниже — впервые с декабря 2008 года. Причиной этого стало решение Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК) оставить добычу на текущем уровне. Кроме того, ожидается выход в следующем году на нефтегазовый рынок Ирана после снятия международных санкций. А рекордный уровень мировых запасов нефти на данный момент (почти 3 млрд. баррелей), наряду со снижением спроса в Китае, не способствует росту цен.

Банк России заложил в пессимистический сценарий возможность падения цен на нефть ниже \$40 за баррель. Цена на нефть на уровне \$40 заложена и в консервативном сценарии макроэкономического прогноза Минэкономразвития. Если этот сценарий будет реализован, это будет означать повторный шок для российской экономики, отмечают представители ведомства.

Учитывая большую долю нефтегазовых доходов в российской экономике, падение цен на нефть вызывает спад в целом ряде прямо и косвенно связанных отраслей, от производства оборудования до девелопмента и сферы услуг. Однако влияние «нефтяного шока» уже практически отыграно в конце 2014 и начале 2015 года. Компании привыкли жить в новой реальности, поэтому, на наш взгляд, сопутствующее падение рынка M&A в случае нового падения цен на нефть будет не таким сильным, как в предыдущий период.

Гораздо большее значение имеет девальвация рубля, которая ведет к обесцениванию финансовых ресурсов компаний и снижает их возможности по совершению сделок. Курс рубля к доллару США, который составлял в конце октября 64,37 руб. за доллар (курс Банка России), на 30 ноября достиг 66,23 руб., а в начале декабря превысил 70 руб. за доллар.

Промышленное производство в России в октябре сократилось на 3,6% к октябрю 2014 года, по данным Росстата. В целом за январь-октябрь спад составил 3,3%. Спад инвестиций в основной капитал в годовом выражении достиг 5,7%.

Реальная начисленная зарплата упала в октябре 2015 года в годовом исчислении на 10,9%, следует из данных Росстата. Реальные располагаемые доходы населения в октябре сократились в годовом исчислении на 5,6%, а по итогам десяти месяцев 2015 года — на 3,5%.

Падение доходов населения уже привело к спаду оборота розничной торговли, темпы которого в октябре 2015 года достигли рекордных значений за последние 20 лет. По данным Минэкономразвития, в этом месяце оборот ритейла сократился на 11,7% год к году, в том числе продовольственных товаров — на 10,9%. Помимо ритейла, падение доходов населения негативно сказывается на целом ряде других отраслей, ориентированных на потребительский спрос, включая пищевую промышленность, фармацевтику, сферу услуг и т.д.

Топливо-энергетический комплекс, несколько потерявший позиции в первые девять месяцев 2015 года, в октябре опять вернулся на первое место в рейтинге отраслей на российском рынке M&A. В октябре в отрасли произошло 2 транзакции на \$2,35 млрд. (37,1% объема рынка), в том числе крупнейшая на данный момент сделка года в отрасли. Речь идет о том, что DEA Deutsche Erdoel, которая принадлежит инвестиционной компании LetterOne, созданной владельцами российской «Альфа-групп», подписала соглашение о покупке 100% E.ON E&P Norge — норвежского подразделения



E.On, которое ведет добычу и разведку в Северном море. Стоимость сделки составила \$1,6 млрд.

На втором месте в рейтинге отраслей за октябрь 2015 года находились информационные технологии (ИТ) с 5 сделками на \$1,31 млрд. (20,7% объема рынка). Такая крупная сумма обусловлена заключением самой масштабной сделки в отрасли с 2010 года: южноафриканский медиахолдинг Naspers объявил о покупке 50,5% шведской Avito Holding, управляющей крупнейшим в РФ порталом онлайн-объявлений Avito.ru, за \$1,2 млрд.

Машиностроение в октябре 2015 года вышло на третье место в рейтинге отраслей, продемонстрировав рекордную активность, — в этом месяце заключено 4 сделки на \$1,19 млрд. (18,8% объема рынка). В их числе — крупнейшая сделка в отрасли с начала 2010 года: консолидация группой «Ренова» контрольного пакета швейцарского производителя оборудования Sulzer стоимостью более \$1 млрд.

Благодаря этой сделке суммарный объем рынка M&A в машиностроении почти преодолел отставание от прошлого года. Тем не менее, число транзакций в отрасли остается очень низким, а средняя стоимость сделки (за вычетом крупнейшей) сократилась по сравнению с прошлым годом почти в 2 раза.

На четвертом месте в октябре 2015 года находилась сфера услуг с 3 сделками на \$725,9 млн. (11,4% объема рынка). Такой результат обусловлен тем, что в октябре «СВК Холдинг», аффилированная со Сбербанком, нашла нового покупателя на 96,91% НАО «Красная поляна», владеющего горнолыжным комплексом «Горки город». Стоимость сделки составила 35 млрд. руб. (\$543,7 млн.).

Тем не менее, за десять месяцев 2015 года число сделок M&A в сфере услуг сократилось на 49% к прошлому году. Низкая M&A-активность обусловлена общим спадом в отрасли. По данным Росстата, совокупный объем платных услуг населению в январе-октябре 2015 года снизился на

1,9% к тому же периоду прошлого года. Сильнее всего упал объем туристских услуг — на 9,2%.

На пятом месте в рейтинге отраслей в октябре 2015 года находились строительство и девелопмент с 4 сделками на \$308,8 млн. (4,9% объема рынка). Крупнейшей из них стала покупка «МегаФоном» 50% бизнес-центра «Оружейный» в Москве за \$282 млн.



Рис. 2 - Удельный вес отраслей на российском рынке M&A в октябре 2015 года

Источник:[41]

Трансграничная M&A-активность российских компаний в октябре 2015 года значительно выросла. За этот месяц было заключено 7 сделок за рубежом на \$2,76 млрд., что больше, чем за предыдущие девять месяцев 2015 года (\$1,93 млрд.). Крупнейшей сделкой месяца стала покупка E.ON E&P.

Тем не менее, преодолеть отставание от предыдущего года пока не удалось. За январь-октябрь 2015 года российские покупатели совершили всего 24 сделки за рубежом, на 37% меньше, чем за тот же период 2014 года (38 транзакций). При этом сумма сделок сократилась более чем в 2 раза — до \$4,69 млрд. против \$11,04 млрд. за тот же период прошлого года.

Трансграничные сделки российских покупателей занимают более или менее заметную долю рынка лишь в нескольких отраслях: добыче нефти и

газа, телекоме, транспорте, машиностроении и информационных технологиях.

Что касается сделок иностранных инвесторов с российскими активами, в октябре было отмечено 7 таких транзакций на \$2,26 млрд. Крупнейшей среди них стала уже упоминавшаяся покупка медиахолдингом Naspers 50,5% Avito Holding.

В целом за январь-октябрь 2015 года отмечено 55 транзакций иностранных покупателей с российскими активами, столько же, сколько за аналогичный период прошлого года. Однако суммарная стоимость сделок упала на 32%, до \$7,06 млрд. с \$10,42 млрд. в январе-октябре прошлого года. Также следует учитывать, что львиная доля таких сделок (около 60% суммарной стоимости) приходится на активы, которые физически находятся вне России. По сути, это распродажа собственности российских компаний за рубежом.

В то же время во многих отраслях иностранные инвесторы, в основном из Европы и США, сокращают свое присутствие в России. Прежде всего, это касается средств массовой информации, где действует закон о 20%-ном пороге доли зарубежных акционеров в капитале СМИ. Аналогичные процессы происходят в банковской системе, страховании и сельском хозяйстве, где европейских инвесторов сменяют покупатели из стран Восточной Азии и Ближнего Востока.

Подводя итоги, можно отметить, что российский рынок слияний и поглощений имеет глобальный потенциал к развитию. Устойчивость и динамика роста рынка позволяют ему увеличивать свою привлекательность, как для российских, так и для зарубежных инвесторов. В следующие года можно прогнозировать рост рынка, чему будет способствовать рост цен на полезные ископаемые и ориентированность российского рынка на добывающий сектор, а также международные рынки капитала.

Современная российская экономика характеризуется интенсификацией процессов по слияниям и приобретениям компаний. Особенно большую

популярность данный способ реорганизации компаний приобрел в отраслях нефтегазового сектора. Это связано с тем, что компании ищут дополнительные источники расширения своей деятельности и повышения эффективности использования производственных и финансовых ресурсов [18, с. 41].

## ГЛАВА 2 ОЦЕНКА МЕТОДОЛОГИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РОССИЙСКИХ РЫНКАХ

### 2.1 Подходы к понятию эффективности

Эффективное осуществление деятельности – одно из необходимых условий современной экономической жизни. Возникновение термина «эффективность» относится к истокам науки экономики, исследующей способы удовлетворения имеющихся потребностей при условии ограниченности ресурсов. Стоит отметить, что здесь учитывается эффективность процесса распределения имеющихся ресурсов.

В общенаучном смысле «эффективность» отражает степень приближения к искомой цели, т. е. соответствие реального и требуемого результатов операции, показателем чего служит некая функция, значение которой и дает представление об эффективности проводимой операции [5]. Эффективной признается деятельность, в результате осуществления которой достигнуто запланированное целевое состояние, а уровни материальных и временных затрат соответствуют допустимым размерам.

Согласно одному из современных определений, экономическая эффективность понимается как «результативность использования средств для достижения целей».

Эффективность процессов и эффективность функционирования систем давно стали предметом изучения экономистов. Например, уместно напомнить определение, данное Вильфредо Парето, согласно которому «эффективным признается такое распределение благ, при котором невозможно улучшить благосостояние любого индивидуума, не ухудшив благосостояния кого-либо».

Невозможно переоценить значимость понятия «эффективность» для разных сфер экономической жизни, в том числе процессов слияния и поглощения. Несомненно, четкое определение данного термина очень важно

для установления критериев эффективности и применения их в практической деятельности, состоящей из отделения выигрышных торговых стратегий от разоряющих. Для всеобъемлющего понимания эффективности необходимо изучить все параметры ее оценки, используемые в различных разделах экономики.

Экономическая эффективность по-разному трактуется исследователями. Прежде всего, следует отметить, что в англоязычной литературе существуют, как минимум, три термина, раскрывающих значение понятия «эффективность»:

1) *efficacy* – показывает степень соответствия планируемых действий качеству и количеству предполагаемых результатов;

2) *efficiency* – соответствует качественному выполнению практических мероприятий, оптимальных по отношению к поставленным целям [52];

3) *effectiveness* – переводится обычно как «достижение желаемых результатов» или «степень, в которой эти результаты достигнуты». Нетрудно заметить, что третий вариант перевода полнее описывает процесс совершения сделок в условиях неопределенности, когда их эффективность может быть определена лишь после осуществления на практике.

Большинство сделок слияний и поглощений осуществляется для получения, так называемого, синергетического эффекта, поэтому основным элементом оценки эффективности сделки является расчет синергии. Оценка эффекта синергии является очень важным элементом на этапе принятия решения об осуществлении сделки, без которой нельзя однозначно сказать оправдана ли сделка, а также на постинтеграционном этапе, позволяя сделать выводы об успешности или неудаче слияния/поглощения.

При объединении двух компаний происходит интеграция всех отделов предприятий, и соединение рабочих процессов в каждом из них может вызывать свою синергию. Авторы рассматривают различные виды синергии, дополняя друг друга и расширяя спектр возможных исходов.

Согласно исследованию Веселова А.И., все синергетические эффекты можно подразделить на два направления действия: субаддитивность, которое представляет собой сокращение затрат капитала (основного, трудового, финансового и т.д.) и супераддитивность – эффект за счет роста продаж. По этим двум направлениям и происходит дальнейшее уточнение эффектов синергии в той или иной области ее действия.

Однако большинство авторов используют более традиционное разделение на группы синергетических эффектов. Например, Тихомиров Д.В.<sup>1</sup> в своем исследовании выделяет только два вида синергии – операционную, которая возникает за счет объединения различных функциональных подразделений компании и при которой происходит ускорение темпов роста производства или снижения затрат, и финансовую, которая выражается снижением налогового бремени компании или увеличением кредитоспособности.

Аникина И.Д.<sup>2</sup>, в свою очередь, также выделяет операционную и финансовую синергии, но еще и дополняет перечень управленческой синергией, которая основана на создании более эффективной системы управления за счет слияния человеческих ресурсов менеджмента обеих компаний. В рамках операционной синергии, автор помимо ускорения темпов роста так же отмечает экономию затрат на НИОКР и увеличение денежных потоков за счет диверсификации ассортимента продукции. А финансовую синергию дополняет возможностью снижения цены источников финансирования за счет снижения финансовых рисков.

Давиденко А.А.<sup>3</sup> в своей работе выделяет в общей сложности пять синергетических эффектов, из которых три были рассмотрены предыдущими авторами, а оставшиеся два представляют собой:

---

<sup>1</sup> Тихомиров Д.В. Подходы к оценке синергического эффекта в сделках по слияниям и поглощениям компаний // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2009. – №2. – С. 146.

<sup>2</sup> Аникина И.Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений // Финансы и бизнес. – 2009. – № 2. – С. 47.

<sup>3</sup> Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения // Молодежный научный портал Ломоносов. URL: [www.rssso.su](http://www.rssso.su) (дата обращения 17.12.13).

- 1) синергия диверсификации активов;
- 2) синергия за счет приобретения стратегических преимуществ.

Однако некоторые авторы считают, что последний вид синергетического эффекта нельзя рассматривать как синергию, так как улучшение производственных процессов произойдет за счет использования стратегии, которая уже применяется в компании – цели, а значит, не является уникальным эффектом от слияния.

Лапшин П. и Хачатуров А.<sup>4</sup> описывают в своей работе синергетический эффект, выявленный Итами Х.<sup>5</sup>, который представляет собой синергетический эффект, связанный с созданием стратегических преимуществ путем усиления эффективности использования ресурсов за счет «эффекта безбилетника» (использования ресурсов одного из отделов компании другими ее отделами без дополнительных расходов). Примером такого синергизма является использование сильной торговой марки для вывода на рынок новых товаров, использование благоприятного имиджа компании для привлечения клиентов к новой продукции или использование научных, производственных и управленческих наработок в различных направлениях деятельности компании. То есть к ресурсам, потенциально способным к созданию данного синергетического эффекта, Итами Х. относит активы, основанные на информации. В целом данный тип синергии можно считать аналогом операционной синергии, рассматриваемой у других авторов.

Проводя анализ литературы, можно сделать вывод, что операционная синергия является единственным типом, который выделяют все авторы и не подвергают его наличию сомнению. Этот тип так же выделяется в работах Авхачева Ю.Б.<sup>6</sup>, а Рудык Н.Б.<sup>7</sup> поясняет, что данный вид синергии чаще всего

---

<sup>4</sup> Лапшин П. П., Хачатуров А. Е. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях// Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – №2. – С. 27.

<sup>5</sup> Itami H. Mobilizing invisible assets // London Harvard University Press. –1991. – Pp. 79.

<sup>6</sup> Авхачев, Ю. Б. Международные слияния и поглощения компаний новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство. – М.: Научная книга, 2005. – 86 с.

<sup>7</sup> Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с..



встречается при горизонтальных и вертикальных слияниях. По итогам исследования американского экономиста Байда операционная синергия является основной причиной для слияния в трети случаев проведения сделок.<sup>8</sup>

Финансовый тип синергии в свою очередь не находит поддержки среди всех авторов. Например, Гохан П.А.<sup>9</sup> и Брейли Р.<sup>10</sup> и относят данный тип синергии к сомнительным мотивам слияний. Брейли Р. аргументирует свою позицию тем, что после слияния новообразовавшаяся компания может проводить заимствование источников финансирования по более низкой цене, так как имеет возможность экономить на издержках размещения ценных бумаг и более низких процентных ставках. Однако при этом уменьшается стоимость акционерного капитала компании по модели опционного ценообразования, так как более низкие проценты вызываются более надежной защитой кредиторов. В такой ситуации слияние будет приводить к финансовой синергии, и создавать дополнительную стоимость только в случае уменьшения вероятности финансового кризиса из-за меньшей волатильности денежных потоков и снижения вероятности падения денежных потоков ниже уровня финансовых издержек компании.

Дополняя перечень возможных типов синергетических эффектов, можно выделить еще несколько типов. В работе «Формы проявления эффекта синергии от слияния и поглощения компаний» С. Ищенко<sup>11</sup> отдельно выделяет в качестве типа синергии - эффект агломерации, который снижает издержки на единицу продукции на фиксированный процент при удвоении объемов продукции. Однако данный тип больше похож на разновидность операционной синергии и по своим свойствам напоминает эффект от масштаба. Еще один тип, который выделяет автор - повышения

---

<sup>8</sup> Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Альпина Паблишерз, 2010. - 931 с.

<sup>9</sup> Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 348 с.

<sup>10</sup> Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2012. – 452 с.

<sup>11</sup> Ищенко С. М. Формы проявления эффекта синергии от слияния и поглощения компаний // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. – 2008. – № 3. – С. 82.

эффективности работы с поставщиками в результате приобретения дополнительного рычага снижения закупочных цен путем увеличения совокупного объема закупок и приобретения тем самым возможности пользоваться дополнительными скидками. С. Ищенко рассматривает также эффект торгового синергизма, который включает в себя синергию маркетинга. Этот вид синергии возникает в связи с возможностью реализации стратегии «связанных продаж», то есть возможностью предлагать дистрибьюторам более широкий ассортимент продуктов и использовать общие рекламные кампании. Помимо этого С. Ищенко рассматривает возможность проявления синергии в области преодоления законодательных барьеров и ограничения и снижения национальных рисков за счет международной диверсификации, в случае если сделка слияния или поглощения происходит между компаниями, зарегистрированными в разных странах.

Н. Рудык<sup>12</sup> выделяет синергию расширения номенклатуры выпускаемой продукции в результате объединения отдельных производств в общую систему и эффекта комбинирования взаимодополняющих ресурсов. Синергия заключается в том, что в результате интеграции компании приобретают недостающие им ресурсы и активы дешевле, чем они могли бы стоить при самостоятельном их создании каждой компанией.

Еще один тип выделяется А. Дамодараном<sup>13</sup>, Н. Рудык<sup>14</sup>, А. Грязновой и М. Федоровой<sup>15</sup> - функциональная синергия, что подразумевает под собой взаимодополняемость в области НИОКР и сокращение затрат на инновационные разработки.

Следующий синергетический эффект – эффект диверсификации выделяется Грязновой и М. Федоровой. Данный эффект проявляется при

---

<sup>12</sup> Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с.

<sup>13</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка. – М.: Альпина Паблишерз, 2010. – 931 с.

<sup>14</sup> Рудык Н. Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. – 11 с.

<sup>15</sup> Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 512 с.

формировании портфеля активов с разными жизненными циклами и объединении компаний различного профиля деятельности, в также позволяет стабилизировать притоки денежных средств от операций компании, и уменьшить влияния факторов делового риска. Авторы также отмечают, что любая синергия может проявляться в двух направлениях:

1) прямая выгода (увеличение чистых активов денежных потоков реорганизованных компаний). Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии;

2) косвенная выгода (увеличение рыночной стоимости акций объединенной компании в результате повышения их привлекательности для потенциального инвестора. Информационный эффект от слияния в сочетании с видами синергий, получаемых в качестве прямой выгоды, может вызвать повышение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора P/E (соотношение между ценой и прибылью), а, как известно, целью управления акционерного общества является повышение благосостояния акционеров, следовательно, увеличение прибыли на акцию).

На основе обобщения рассмотренных способов классификации синергетических эффектов различными авторами, мы предлагаем собственный способ систематизации синергетических эффектов, представленный в схеме.

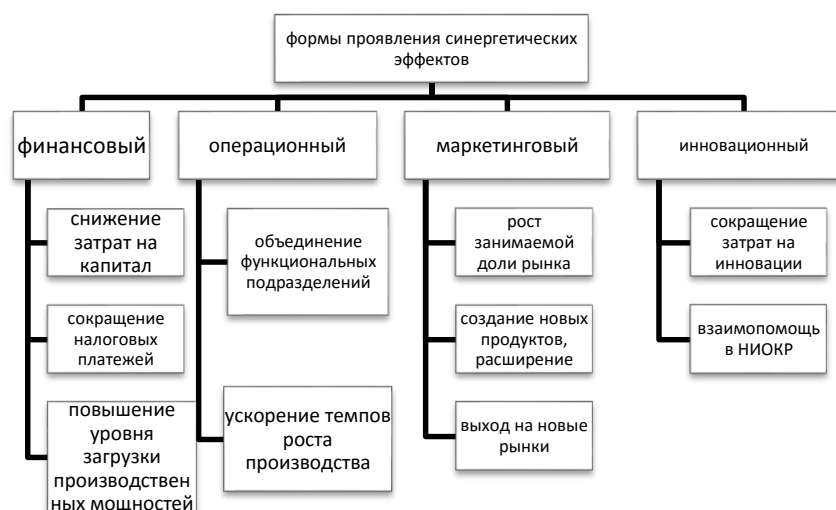


Рис. 3. Формы проявления синергетических эффектов при слиянии и поглощении

Операционная синергия является единственным типом, который выделяют все авторы и не подвергают его наличию сомнению. В нашей схеме она так же присутствует и объединяет в себе управленческий аспект. Финансовую составляющую, несмотря на то, что некоторые авторы не признают ее как отдельный тип синергии, мы выделяем, так как именно в ней отражены основные преимущества от осуществления сделок по слиянию. Инновационная форма представлена многими авторами только внутри финансовой или операционной стороны, но на наш взгляд, стоит выделить данную составляющую в отдельную форму синергии, поскольку инновации и технологии в настоящий момент времени играют немаловажную роль на рынке, а для отдельных компаний даже являются основным видом деятельности, а посему могут быть причиной осуществления сделок по слиянию и поглощению. Маркетинговый признак классификации так же выделен как отдельный. Причиной этому служит то, что основной интерес компаний к сделкам по слиянию обусловлен именно целью расширения влияния на рынке.

Данная классификация позволит более точно определить вид совершаемой сделки (слияние или поглощение), исходя из мотивов осуществления таковой, иначе говоря, определения формы проявления желаемого синергетического эффекта.

## 2.2 Анализ методов определения эффективности сделок по слиянию и поглощению

В данном параграфе освещен общий механизм структурирования и расчета финальной оценки сделки, который бы позволил избежать переоценки приобретаемой компании.

Итак, для проведения оценки компании-цели, прежде всего, необходимо оценить ее стоимость на базе существующего инвестирования, финансирования, дивидендной политики. Существует множество способов оценки, например:

- Метод экономической стоимости активов – оценивается реальная ликвидационная стоимость каждой единицы активов отдельно, а потом суммируются получившиеся значения. Данный метод чаще всего используется для оценки малоприбыльных фирм, а также фирм со снижающейся доходностью.
- Бухгалтерская оценка чистой стоимости – стоимость определяется в результате вычитания суммы обязательств фирмы из суммы ее активов. Данный метод используется крайне редко из-за низкой точности результата.
- Метод мультипликатора Цена/Доход – цена фирмы оценивается как стоимость общего числа ее акций. На базе значений коэффициента P/E у ряда компаний-аналогов рассчитывается среднее значение, которое в дальнейшем умножается на значение EBIT оцениваемой компании.
- Метод сравнимых сделок – на базе данных о прошлых сделках происходит сопоставление с оцениваемой фирмой. Для применения этого метода необходимо наличие полных и достоверных данных о продажах подобных компаний. [67, с. 217]

Существует и много других способов оценить стоимость компании. Все их можно разделить на три подхода – доходный, сравнительный и затратный. Мы остановимся более подробно на методах с использованием доходного подхода. Он опирается на методы капитализации и дисконтирования потоков денежных средств, определяющих стоимость объекта на основе доходов, которые он способен приносить. В целом методы оценки, которые связаны с анализом ожидаемых доходов, можно разделить на две группы:

- методы, основанные на прогнозе денежных потоков;
- методы, основанные на анализе сверхдоходов, обусловленных отличием доходности компании от «нормальной», среднеотраслевой.

Рассмотрим три наиболее точные и универсальные метода оценки: метод дисконтирования денежных потоков, метод дисконтирования

денежных потоков на активы и метод дисконтирования денежных потоков для акционерного капитала. Все три подхода базируются на оценке приведенных денежных потоков и приводят к одинаковым результатам, если выполняются следующие условия:

1. в качестве стоимости акционерного капитала и долгов принимается их рыночная стоимость;
2. темп роста доходов равен нулю;
3. соотношение между составляющими капитала компании должно быть постоянным в течение всего периода.

1) Метод дисконтирования денежных потоков (FCFF)

$$FCFF = EBIT (1 - T) - (CE - D) - \Delta NCWC, \quad (1)$$

Где EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – прибыль до выплаты процентов по обязательствам и до выплаты налогов;

T – Ставка налога;

CE (Capital Expenditures) – капитальные затраты;

D – амортизация;

$\Delta NCWC$  (non-cash working capital) – изменения величины неденежной части оборотного капитала;

Для определения ставки дисконтирования денежных потоков можно воспользоваться средневзвешенной стоимостью капитала (WACC) или барьерной ставкой. В данном исследовании предпочтение отдается первой, т.к. она, на наш взгляд, наиболее точно отражает риски денежных потоков приобретаемой компании. Находится WACC по следующей формуле:

$$WACC = (E/V) * Re + (D/V) * (1 - tax) * Rd, \quad (2)$$

Где E – Рыночная стоимость акционерного капитала приобретаемой компании, измеренная рыночной капитализацией,

D – Рыночная стоимость заемного капитала приобретаемой компании, значение которой эквивалентно рыночной стоимости выпущенных компанией долговых инструментов,

V – Суммарная стоимость акционерного и заемного капитала (E+D),

$E/V$  – доля акционерного капитала в общем капитале,

$D/V$  – доля заемного капитала в общем капитале,

$Tax$  – ставка налогообложения приобретаемой компании,

$Re$  – стоимость акционерного капитала,

$Rd$  – текущая стоимость долгового финансирования.

Для определения значения  $Re$  чаще всего используют Модель оценки капитальных активов (CAPM):

$$Re = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf), \quad (3)$$

Где  $Rf$  – текущая безрисковая ставка доходности,

$\beta$  – мера систематического риска приобретаемой компании,

$$\beta = \frac{\sum (Rm - \overline{Rm}) \times (Ri - \overline{Ri})}{\sum (Rm - \overline{Rm})^2} \quad (4)$$

$Ri$  – текущая ставка доходности анализируемой акции,

$Rm$  – текущая ставка доходности высоко диверсифицированного портфеля акций,

$(Rm - Rf)$  – премия за риск, которую требует рынок по высоко диверсифицированному портфелю акций.

После определения приведенных денежных потоков в прогнозируемом периоде, необходимо оценить значение остаточной стоимости компании, т.е. стоимости всех ее денежных потоков, которые будут получены в течение всех последующих за прогнозными периодами. Иначе ее можно интерпретировать как ожидаемую стоимость компании при продаже конце последнего прогнозируемого периода. Дисконтируя остаточную стоимость, мы приводим ее к настоящему моменту времени. Текущая стоимость компании будет определяться как сумма дисконтированной стоимости прогнозируемых денежных потоков и дисконтированной остаточной стоимости. Для нахождения CV (Continuing Value) чаще всего используется один из трех способов:

- Оценка ликвидационной стоимости фирмы в последнем прогнозном периоде

- Метод коэффициента выхода
- Метод роста FCF

При использовании любого из представленных методов используется предположение о неизменности риска, связанного с генерацией денежных потоков.

Существует два способа оценки ликвидационной ценности компании. Во-первых, можно основывать оценку на балансовой стоимости активов, скорректированной с учетом инфляции за период (минусы данного подхода в том, что он основывается на отчетной балансовой стоимости и не отражает рентабельности активов). Во-вторых, можно оценить ожидаемые денежные потоки, генерируемые активами, а затем дисконтировать их к текущему уровню, используя соответствующую налоговую ставку.

При использовании метода роста FCF предполагается, что чистые денежные потоки компании будут увеличиваться с постоянной скоростью ( $g$ ) на протяжении бесконечного периода. Скорость роста ( $g$ ) можно экстраполировать по данным роста предыдущих периодов или принять за долгосрочные темпы прироста ВВП государства (при предположении о поступательном развитии экономики), если компания работает на местном уровне или темпы роста мировой экономики, если она работает на международном уровне. Важную роль в выборе  $g$  играет то, в какой валюте происходит оценка. Например, если для оценки денежных потоков и ставки дисконтирования применялась валюта, характеризующаяся высокой инфляцией, то стабильные темпы роста будут существенно выше, т.к. ожидаемые темпы инфляции будут прибавлены к реальному росту.

CV можно рассчитать по формуле:

$$CV_t = FCF_{t-1}/(WACC-g) = FCF_t(1+g)/(WACC-g) \quad (5)$$

По методу коэффициента выхода, один из коэффициентов доходности умножается на прогнозируемое значение соответствующего показателя доходности компании, в результате чего получается CV компании, или та стоимость компании, которую покупатель может получить в случае продажи



компании-цели в конце прогнозируемого периода. Эта стоимость должна быть приведена к сегодняшнему моменту времени с помощью дисконтирования.

Выбор коэффициента выхода зависит от практики оценки, принятой в каждой конкретной отрасли. Чаще всего применяются следующие коэффициенты:

- P/E (умножается на предполагаемую величину постоянного дохода в последнем прогнозном периоде),
- P/EBITDA (умножается на EBITDA последнего прогнозного периода),
- P/FCF (умножается на предполагаемый на конец последнего периода FCF),
- P/S (умножается на прогнозные чистые продажи на конец последнего периода).

Значение коэффициента выхода обычно оценивается на базе данных предыдущих периодов страны и отрасли компании-продавца.

После подсчета FCFF и нахождения текущей операционной стоимости компании для получения полной стоимости необходимо прибавить стоимость неоперационных активов (нематериальные активы, не относящиеся к текущим операциям, посленалоговая стоимость излишних взносов в пенсионный фонд, которые учитываются на внебалансовых счетах). Фирмы часто инвестируют средства в другие компании, не связанные с текущей операционной деятельностью в целях диверсификации рисков или в соответствии со своей стратегией.

2) Метод дисконтирования денежных потоков для акционерного капитала (FCFE)

Данный метод основывается на анализе свободного денежного потока, относящегося только к акционерному капиталу:

$$FCFE = NI - (CE - D) - \Delta NCWC - (PR - NDI), \quad (6)$$

$$NI = (EBIT - I) \times (1 - T), \quad (7)$$

где NI – чистая прибыль,

PR – выплаты по обязательствам,

NDI – новые займы,

I – выплаты процентов по обязательствам (произведение ставки по обязательствам на величину обязательств).

Дивиденды по привилегированным акциям тоже включаются в расчет при их наличии.

$$PV_i = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+WACC)^t} \quad (8)$$

### 3) Метод дисконтирования денежных потоков на активы (FCFA)

В рамках данного метода рассматривается свободный денежный поток, генерируемый всеми активами компании.

$$FCFA = EBIT (1 - T) + I T - (CE - D) - \Delta NCWC, \quad (9)$$

$$PV_i = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFA_t}{(1 + (k_e \cdot E_f / (E_f + D_f) + k_d \cdot D_f / (E_f + D_f)))^t} - D_f \quad (10)$$

Так же как и при использовании метода FCFF для расчета стоимости акционерного капитала дисконтированный денежный поток необходимо уменьшить на величину рыночной стоимости долгов. В знаменателе стоит средневзвешенная стоимость капитала, но без учета налогового щита.

При сделках слияний и поглощений может появляться дополнительная стоимость за счет ценности корпоративного контроля или синергии. Т.к. для правильной оценки стоимости компании-цели необходимо правильно учитывать оба эти параметра, рассмотрим более подробно их оценку в контексте приобретения.

Так ценность контроля возникает из-за изменений в существующей политике управления, которые могут увеличить ценность фирмы, и представляет собой разницу между ценностью оптимально управляемой фирмой и ценностью фирмы с существующим управлением. Она оказывается незначительной, если реструктуризация может обеспечить лишь небольшую дополнительную ценность, и наоборот. Для нахождения ценности контроля необходимо вычесть из уже оцененной стоимости фирмы ее же стоимость,

рассчитанную при предположении об оптимальном менеджменте (на основе ряда аналитических допущений, например, об изменении коэффициента долга, дохода на капитал и т.д.)

В терминах слияний и поглощений под словом синергия понимается способность объединенной компании быть более прибыльной, чем в случае их независимого функционирования. Очевидно, что слияния и поглощения компаний, продиктованные мотивом получения синергии, выгодны акционерам, так как возросшая эффективность деятельности ведет к росту стоимости фирмы и, в силу эффективности фондового рынка, к росту стоимости их акций. Особенность синергетических эффектов в том, что вероятность их достижения далеко не всегда можно спрогнозировать. Более четкое представление о синергии дает модель Робина Мэтьюза. Согласно с ней, синергетический эффект возникает за счет двух основных источников - субаддитивности и супераддитивности. Субаддитивность дает возможность объединенной компании при сохранении существующих объемов продаж снизить совокупные затраты на капитал, увеличить эффективность рабочего процесса и т.д. (синергия расширения). Супераддитивность характеризуется увеличением прибыли из-за того, что у компаний появляется возможность реализации проектов, взяться за которые отдельно было невозможно (синергия связанности).

Для того чтобы оценить воздействие синергии на объединение компаний можно разделить синергию на два вида: операционную и финансовую. Операционная синергия достигается за счет увеличения доходов и снижения затрат через экономию от масштаба, повышение ценовой власти, объединение различных функциональных сил, ускорения роста на новых или существующих рынках. Финансовая синергия основывается на возможности снижения затрат на капитал. Источником финансовой синергии может быть возрастание долговых возможностей, выигрыш на налогах, объединение фирмы с избыточной наличностью и фирмы с высокодоходными проектами.

Каждая сделка слияния или поглощения должна оцениваться с точки зрения вероятности достижения предсказанных синергетических эффектов. Для того чтобы оценить стоимость синергии можно воспользоваться следующей схемой:

- 1) Оценить стоимость двух независимых компаний до совершения сделки
- 2) Оценить ценность объединенной фирмы при отсутствии синергии путем сложения их стоимостей
- 3) Скорректировать рассматриваемые ранее темпы роста и денежные потоки, считая, что синергия повлияла на денежные потоки и ставки дисконтирования объединенной фирмы
- 4) Полученная разница между стоимостью фирмы с синергией и без и будет ценностью синергии.

Рассчитанная данным способом стоимостная оценка основана на предположении, что синергия создается сразу после сделки. Скорее всего, на это потребуется как минимум несколько лет, поэтому корректнее приводить полученный результат к сегодняшней ценности, используя в качестве ставки дисконтирования стоимость капитала объединенной компании.

Схематично представить связь между различными частями стоимостного подхода к оценке результата от сделки можно следующим образом:

Т.к. внутренняя стоимость компании является заданной величиной (хотя и варьируется в зависимости от прогнозов перспектив покупаемого бизнеса), то единственным неизвестным элементом стоимости, который необходимо оценить во время сделки, является уплачиваемая премия.

Как свидетельствует практика, разные компании используют разные подходы к оценке справедливого уровня премий для той или иной сделки. По нашему мнению, именно переоценка допустимой величины премии является часто одной из главных причин неудачных слияний/поглощений. Чтобы прояснить вопрос о том, возможно ли вообще достижение общей

эффективности в ходе сделки слияния или поглощения, в следующем параграфе обратимся к результатам независимых исследований по вопросу эффективности сделок.

### 2.3 Исследование методических аспектов оценки эффективности слияний и поглощений

Оценка синергетических эффектов является важным этапом в подготовке к проведению сделки слияния или поглощения. Сделки слияния и поглощения бывают неэффективными по нескольким причинам, среди которых самая распространенная - это некорректная (в частности, завышенная) оценка стоимости приобретаемой компании, синергетических эффектов и премии. Поэтому Т. Коупленд, Т. Колер и Дж. Муррин отмечают, что количественная оценка синергии - обязательный шаг при проведении сделки, с которого должен начинаться анализ приобретаемой компании, и который является мерой воздействия на итоговую стоимость. Их мысль так же поддерживают Ф. Эванс и Д. Бишоп.

Выбор метода оценки напрямую зависит от типа синергетического эффекта, который будет оцениваться. Зарубежные авторы используют в статьях различные подходы, такие как: эконометрический анализ; показатель NPV. Многие из них обращают особое внимание на необходимость оценки риска при анализе синергетических эффектов. Это обусловлено вероятностью обнуления синергетического эффекта из-за высокого уровня риска.

В российской практике применяются иные подходы. Например А. Давиденко отмечает, что синергетический эффект является частью премии, выплачиваемой за слияние, поэтому в своей работе он предлагает оценивать синергию именно через оценку премии. Автор рассматривает в работе три способа оценки синергии, наиболее распространённым из которых является метод оценки премии, основанный на ретроспективном анализе. При данном методе оценки для расчета премии по конкретной сделке анализируются

подобные сделки, уже совершенные другими компаниями ранее. На основе нескольких подобных сделок выявляются наиболее значимые синергетические эффекты, и создается общий портфель синергетических эффектов для конкретной сделки. Однако, данный метод имеет ряд существенных недостатков, среди которых - возможность отсутствия достаточного количества подобных сделок в прошлом для построения корректного статистического портфеля. Также, по мнению многих авторов, синергетические эффекты при каждой конкретной сделке индивидуальны, и применение ретроспективного метода оценки не является эффективным. Практические исследования данного метода оценки дают слабую характеристику объясняющей способности метода и оценивают его эффективность не более, чем 40%. Поэтому автор предлагает сосредоточить внимание на оценке синергетических эффектов двумя способами: дисконтированного денежного потока (DCF) и методом реальных опционов.

С. Ищенко отмечает, что существующие методы не достаточно корректно оценивают влияние синергии. Он выделяет три основных метода, которые наиболее часто используются в мировой практике – доходный, рыночный и затратный. Доходный подход представляет собой метод DCF, при котором определяются возможные синергии в денежном потоке, а критерием проверки значимости синергии является сравнение прогнозных денежных потоков с учетом синергии и без учета синергии. Если  $\sum DCF_{syn} > \sum DCF$ , значит положительный синергетический эффект был достигнут. С помощью рыночного подхода эффект синергии можно оценить на основе прогнозируемых значений прироста курсовой стоимости акций объединяемых компаний. По мнению И. Ивашковской при слиянии компаний проявление синергетического эффекта означает достижение более эффективной работы и достижение лучших результатов новой компании, а так как курсы акций выражены ожиданиями инвесторов, то прогнозные цены могут являться отражением получения синергии. Однако, по мнению С. Ищенко, такая оценка не является достаточно корректной ввиду того, что

неизвестно, будет ли отклик в ожиданиях инвесторов достаточным для достижения той или иной курсовой разницы, а применение сравнений с ранее реализованными сделками приводит к проблемам аналогичным ретроспективному методу оценки, рассмотренному ранее. Затратный подход, основанный на увеличении стоимости имущественного комплекса по мере его комплектования создаваемыми либо приобретаемыми материальными и нематериальными активами до возникновения способности выпускать имеющую спрос рентабельную продукцию, также имеет недостатки. Во-первых, данный метод способен производить оценку только операционной синергии. Во-вторых, Е. Федорова отмечает, что чаще всего при слиянии или поглощении происходит покупка бизнес в целом, а не отдельного набора активов, а значит, затратный подход имеет ограниченное применение, так как не учитываются нематериальные активы, присущие бизнесу в целом и отсутствующие у каждого индивидуального актива, поэтому эффект синергии, оцененный на основе данного подхода, окажется значительно заниженным.

Приступая к оценке синергетических эффектов необходимо определиться, возможно ли оценить синергии количественным методом, или для наиболее полной оценки стоит обратиться к экспертным оценкам качественных синергий.

Итак, среди наиболее удобных в применении было выделено два способа оценки синергетических эффектов, по которым будет производиться практическая оценка и сравнение полученных результатов.

Первый метод представляет собой индивидуальную оценку каждого выявленного при анализе синергетического эффекта и последующее суммирование полученных экономий и дополнительных выгод для получения общей стоимости синергии. Для оценки синергии данным способом будет использоваться следующий алгоритм:

1. Проведение анализа сделки слияния или поглощения и выявление всех возможных синергетических эффектов.

2. Определение периода оценки синергетических эффектов из расчета темпов достижения 100% эффекта синергии.
3. Оценка каждого синергетического эффекта.
  - Выбор одного из синергетических эффектов.
  - Определение ставки эффекта на денежный поток, исходя из исторических данных и среднерыночных эффектов по схожим процессам.
  - Расчет экономии или дополнительной прибыли с учетом синергии.
4. Суммирование полученных количественных оценок отдельных синергетических эффектов для получения оценки общей синергии от процесса слияния.

Как было рассмотрено ранее, существует два основных блока синергий это суббадитивный эффект ( $V_{sub}$ ) и супераддитивный ( $V_{super}$ ). Для оценки общего синергетического эффекта от сделки, значения полученных экономий и выгод от каждого из типов синергий определяются по формуле:

$$V_{syn} = V_{sub} + V_{super} \quad (11)$$

Второй способ оценки – оценка синергетических эффектов на основе оценки стоимости объединенного бизнеса до и после слияния. Данный метод предполагает использования следующего алгоритма оценки:

1. Определение периода расчета.
2. Оценка стоимости бизнеса компании покупателя.
3. Оценка стоимости бизнеса компании-цели.
4. Определение суммарной стоимости двух бизнесов без учета синергии.
5. Оценка стоимости объединенной компании с учетом изменений в денежных потоках, вызванных проявлением синергии.
6. Сравнение стоимости объединенной компании с учетом синергии и стоимости без учета синергии, полученная разница считается количественной оценкой проявившихся синергетических эффектов.



При оценке бизнесов итоговая стоимость компании определяется как сумма дисконтированных денежных потоков за  $n$  лет и стоимости бизнеса в постпрогнозном периоде:

$$EV = \sum_{t=0}^n DCF_t + V_{term} \quad (12)$$

Стоимость бизнеса в постпрогнозном периоде считается с помощью модели Гордона:

$$V_{term} = \frac{CF_n * (1-g)}{WACC-g} \quad (13)$$

Где:

$CF_n$  – денежный поток последнего года прогнозного периода;

$g$  – темп роста компании в постпрогнозном периоде;

WACC – ставка дисконтирования.

При оценке синергии данным методом не производится выявление отдельных синергетических эффектов, а используются факторы влияния на основные потоки компании в целом.

При расчете прогнозных денежных потоков, используется формула:

$$FCF = EBIT - Tax + D\&A - \Delta NWC - CAPEX \quad (14)$$

где:

EBIT – прибыль компании до уплаты налогов;

Tax- величина уплачиваемых налогов;

D&A – амортизационные отчисления;

$\Delta NWC$  – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

CAPEX – капиталовложения.

Так как оценка синергии проводится в настоящем на основе прогнозируемых будущих денежных потоков, в обоих методах оценки необходимо применить дисконтирование денежных потоков для определения их справедливой стоимости. Для этого необходимо воспользоваться формулой дисконтированных денежных потоков:

$$DCF_t = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} \quad (15)$$

Дисконтирование потоков будет производиться с использованием ставки WACC, рассчитываемой по формуле:

$$WACC = r_d * (1 - \tau) * \frac{D}{D+E} + r_e * \frac{E}{D+E} \quad (16)$$

где:

- $r_d$  - ставка доходности по заемному капиталу (или ставка процента за кредит, или процент по облигациям);
- $r_e$  - требуемая ставка доходности по собственному капиталу, рассчитанная на основе CAPM;
- $D$  – величина заемных средств (капитала);
- $E$  – рыночная оценка собственного капитала;
- $\tau$  – ставка налога на прибыль.

Для расчета требуемой ставки доходности мы использовали модель CAPM:

$$r_j = r_f + \beta_j * (r_m - r_f) \quad (17)$$

где:

- $r_j$  – требуемая ставка доходности по проекту;
- $r_f$  – безрисковая ставка доходности;
- $r_m$  – среднерыночная ставка доходности;
- $\beta_j$  – коэффициент по проекту.

Если при анализе структуры компании, выявляется, что ее структура капитала не совпадает с отраслевой, то дополнительно рассчитывается коэффициент бэта с использованием формулы Хамады:

$$\beta = \beta_0 * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E}) \quad (18)$$

По итогам оценки синергетических эффектов двумя выбранными способами будет произведен анализ результатов и сделаны выводы о корректности применения каждого из способов.

### ГЛАВА 3. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА ОСНОВЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА

#### 3.1. Совершенствование методики определения синергетического эффекта

За основу определения синергетического эффекта при осуществлении сделок по слиянию и поглощению компаний был взят второй способ оценки – оценка синергетических эффектов на основе оценки стоимости объединенного бизнеса до и после слияния, рассматриваемый в предыдущей главе.

Алгоритм данной методики:

1. Определение периода расчета.
2. Оценка стоимости бизнеса компании покупателя.
3. Оценка стоимости бизнеса компании-цели.
4. Определение суммарной стоимости двух бизнесов без учета синергии.
5. Оценка стоимости объединенной компании с учетом изменений в денежных потоках, вызванных проявлением синергии.
6. Сравнение стоимости объединенной компании с учетом синергии и стоимости без учета синергии, полученная разница считается количественной оценкой проявившихся синергетических эффектов.

Таким образом, определение синергетического эффекта, исходя из данной методики, возможно описать следующей формулой:

$$Syn = V_{ab} - (V_a + V_b), \quad (19)$$

где,  $V_{ab}$  — стоимость объединенной компании;

$V_a$  — стоимость поглощающей компании как независимой;

$V_b$  — стоимость компании-цели как независимой.

В связи с тем, что данная формула применима как для перспективной, так и для ретроспективной оценки синергетического эффекта, мы предлагаем

положить ее в основу методики определения синергетического эффекта от слияния или поглощения, с учетом в расчете расходов на процесс слияния и поглощения и значение премии менеджменту компании-цели. Таким образом, предполагается сделать определение эффекта от синергии более значимым показателем, приближенным к действительности. После трансформации, формулы выглядят следующим образом:

$$\text{Syn} = V_{ab} - (V_a + V_b) - D - I, \quad (20)$$

где,  $V_{ab}$  — стоимость объединенной компании;

$V_a$  — стоимость поглощающей компании как независимой;

$V_b$  — стоимость компании-цели как независимой;

$D$  — премия за компанию-цель;

$I$  — расходы на процесс слияния и поглощения.

Предлагаемая нами в диссертационном исследовании методика состоит из семи последовательных этапов, представленных на рисунке:

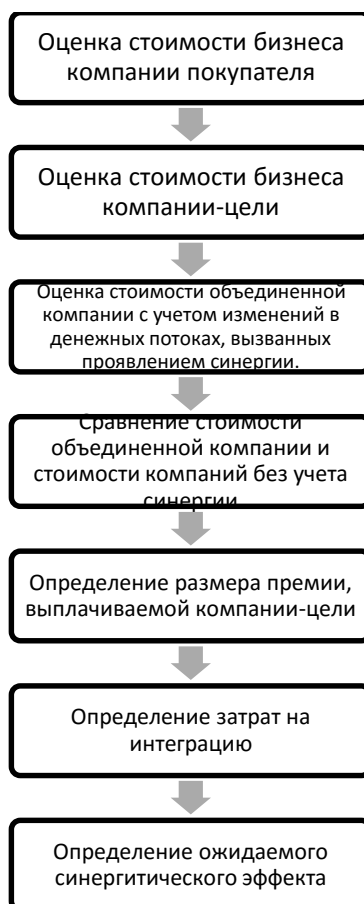


Рис. 4 - Алгоритм определения синергетического эффекта

Рассмотрим данные этапы подробнее. На первых трех этапах необходимо рассчитать стоимости компаний до и после сделки. Для этого мы предлагаем использовать рассмотренные в пункте 2.2 данного диссертационного исследования методы оценки стоимости компании: метод дисконтированных денежных потоков (DCF), метод чистых активов (NAV) и метод реальных опционов (ROV).

На пятом этапе необходимо определить премию за контроль, выплачиваемую акционерам компании-цели сверх ее справедливой стоимости.

Премия за контроль – это имеющее стоимостное выражение преимущество, отражающее дополнительные возможности обладателя контроля над компанией по сравнению с владельцами миноритарных долей в ее капитале.

Премия зависит от следующих факторов:

- финансовых показателей деятельности компании-цели;
- котируются или нет акции компании-цели на фондовом рынке;
- ожидаемого синергического эффекта от слияния;
- наличия конкуренции за право приобретения компании-цели;
- будет ли произведена покупка компании-цели денежными средствами или акциями;
- диверсифицированности деятельности компании-цели;
- типа сделки: горизонтальное, вертикальное или конгломератное слияние или поглощение; – отраслевой принадлежности компании-цели;
- резидентной принадлежности компании-покупателя;
- поведения менеджмента обеих компаний во время реализации сделки.

Размер премии напрямую влияет на итоговую эффективность сделки по слиянию или поглощению, так как завышенная премия на этапе покупки компании может нивелировать все последующие синергии. Несмотря на это,

в российской практике оценки стоимости компаний до сих пор не сложилось единого мнения о том, исходя из каких данных определять ее размер. Существует три основных метода определения премии, которые используются на практике:

1) экспертный – этот метод основан на субъективном мнении оценщика и не обладает должной достоверностью. Для определения размера премии за контроль анализируются:

- размер приобретаемого пакета акций, который сопоставляется с размерами пакетов других акционеров;
- права владельцев существующих пакетов акций, степень их реализации на практике, варианты перераспределения прав акционеров при покупке рассматриваемого пакета. Здесь проводится подробный анализ устава компании;
- прочие факторы (убытки компании, реконструкции и реновации, осуществленные в компании и т.д.) [95];

2) нормативный – при использовании данного метода премия определяется на основе постановления Правительства РФ от 14 февраля 2006 г. № 87 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества». Согласно данному постановлению премия за контроль определяется в соответствии со значениями, указанными в таблице 2.

Таблица 2

Размер премии за контроль в зависимости от приватизируемого пакета акций

Количество акций (доля в уставном капитале)	Коэффициент контроля	Скидка за неконтрольный характер: $S = 1 - 1/(1+D)$	Премия за контроль (D)
от 75% до 100%	1,00	-	66,7%

Количество акций (доля в уставном капитале)	Коэффициент контроля	Скидка за неконтрольный характер: $S = 1 -$ $1/(1+D)$	Премия за контроль (D)
от 50%+1 акция до 75%-1 акция	0,90	10,0%	50,0%
от 25% + 1 акция до 50%	0,80	20,0%	33,3%
от 10% до 25%	0,70	30,0%	16,7%
от 1 акция до 10%-1 акция	0,60	40,0%	-

Источник: [63]

Применимость данных показателей премии ограничена тем, что они разработаны для конкретной цели – определения стоимости пакетов акций приватизируемых государственных предприятий. Тем не менее, представленные в таблице значения могут служить ориентиром для оценщика [61];

3) статистический – основанный на данных об уплаченных премиях в ходе реальных сделок. Из представленных методов этот метод кажется нам более точным, так как базируется на эмпирических данных о сделках с пакетами акций компаний.

В зарубежной практике чаще всего используется информация о среднестатистических данных по уровню премий из справочника «Mergerstat Review». В нем премия за контроль рассчитывается путем сравнения суммы, уплаченной по сделке в расчете на одну акцию приобретенной компании, с независимой ценой этих акций, определенной информационным агентством по слияниям и поглощениям «Mergerstat». Однако, прямое применение данных «Mergerstat Review» для оценки российских предприятий некорректно, в виду многочисленных различий в специфике сделок.

Существует еще один способ определения премии за контроль, он используется в американской оценочной практике тогда, когда нет

возможности определить премию другими способами, вследствие отсутствия или недостаточности данных о премиях в сделках с аналогичными компаниями – это «Правило большого пальца» (the rule of thumb).

Согласно нему стоимость корпоративного контроля составляет 25% от объявленной стоимости собственного капитала приобретаемой компании. Стоимость собственного капитала компании-цели, в свою очередь, рассчитывается как предполагаемая будущая прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (ЕВITDA), умноженная на среднее значение мультипликатора «Инвестированный капитал компании к ЕВITDA» (IC/ЕВITDA) по группе аналогичных компаний, за вычетом стоимости привилегированных акций и долгов компании-цели. Далее эта стоимость умножается на 1,25. Это и будет ценой сделки, учитывающей премию.

Все вышеперечисленные методы определения размера премии имеют свои достоинства и недостатки, поэтому, в целях максимизации достоверности вычислений, рекомендуется применять их комбинацию.

На шестом этапе определяются затраты на процесс слияния и поглощения. Они рассчитываются по следующей формуле:

$$Z_{и} = Z_{с} + Z_{р} + Z_{т} + Z_{п},$$

(21)

где  $Z_{с}$  – затраты по обслуживанию долга по займам на осуществление интеграции;

$Z_{р}$  – затраты, связанные с получением разрешения на интеграцию от антимонопольных властей, арбитражные дела и т.п.;

$Z_{т}$  – затраты на технологическое совмещение производственных процессов объединяющихся компаний;

$Z_{п}$  – прочие затраты, которые планируются в процентном отношении от вышеперечисленных затрат, обычно находятся в диапазоне 5-10% [11].

После расчета справедливой стоимости компаний до и после слияния или поглощения, определения размера премии за контроль и затрат на



интеграцию, мы можем определить синергический эффект, ожидаемый в результате сделки.

### 3.2. Анализ деятельности компаний ОАО «Прикамьекалий» и ОАО «Сибилла» до осуществления сделки

В 2014 году была заключена сделка по слиянию между такими компаниями как ОАО «Прикамьекалий» и ОАО «Сибилла». Объединение осуществлено путем приобретения 1 565 151 обыкновенных акций ОАО «Сибилла», что составляет около 20% размещенных обыкновенных акций компании, по цене 894,5 долл. за бумагу на общую сумму 1,4 млрд. долл. Кроме того, были выпущены новые обыкновенные акции ОАО «Прикамьекалий» для конвертации в них обыкновенных и привилегированных акций ОАО «Сибилла». Конвертация осуществлялась по следующим коэффициентам: 1 обыкновенная акция ОАО «Сибилла» – 133,4 обыкновенной акции ОАО «Прикамьекалий», 1 привилегированная акция ОАО «Сибилла» – 51,8 обыкновенной акции ОАО «Прикамьекалий». Голосовавшим против сделки компания предложила выкуп акций. В результате сделки оба общества прекратили свое существование и сформировано новое ОАО «АРМАДА». По официальным данным общая сумма затраченная ОАО «Прикамьекалий» на осуществление сделки, составила 8 745,31 млн. долларов.

Компании до 1983 года осуществляли совместную деятельность и до объединения разрабатывали одно и то же месторождение, таким образом, их активы абсолютно совместимы. ОАО «Прикамьекалий» оценивает свои синергии от осуществления сделки в 300 млн. долларов начиная с 2016 года и в 137 млн. долларов уже на 2014 год. Для того чтобы оценить выгоды и последствия сделки для начала проанализируем компании до объединения.

Как уже говорилось ранее, компании разрабатывали одно и то же месторождение, единственное в России Верхнекамское месторождение калийно-магниевый солей. Более того, основными покупателями, как у ОАО «Сибилла», так и у ОАО «Прикамьекалий», были Китай, Индия, Юго-

Восточная Азия, Латинская Америка и Россия. Таким образом, гораздо выгоднее было объединить активы компаний, тем самым укрепив позиции на мировом рынке, сократив ряд издержек, за счет экономии на масштабе, за счет устранения ряда дублирующих административных функций, оптимизации работы объединенной компании.

В 2012 году, в последствии мирового финансового кризиса, большинство стран мира сократило закупку калийных удобрений, что привело к резкому сокращению спроса на продукцию обеих компаний, однако, сильнее это сказалось на «Сибилла». Рассчитаем показатели ликвидности и рентабельности для ОАО «Сибилла» за 2012-2013гг (Таблица 3 и Таблица 4).

Таблица 3

## Показатели ликвидности ОАО «Сибилла»

Наименование показателя	2012 год	2013 год
Абсолютная ликвидность	0,65	0,2
Срочная ликвидность	1,33	0,45
Текущая ликвидность	1,72	0,6
Коэффициент ликвидности по данным чистых оборотных активов	0,72	-
Общий коэффициент ликвидности	1,68	0,7

Источник: составлено автором

Таблица 4

## Показатели рентабельности ОАО «Сибилла»

Наименование показателя	2012 год(%)	2013 год(%)
Рентабельность товарооборота по себестоимости	163	126
Рентабельность товарооборота по выручке	43	36
Рентабельность продаж	31	30
Предельная рентабельность	230	177
Экономическая рентабельность	-	13
Финансовая рентабельность (ROA)	-	11
Рентабельность текущих активов	-	105
Рентабельность производственных фондов	-	15

Рентабельность собственных средств (ROE)	-	22
--	---	----

Источник: составлено автором

Как можно заметить из таблицы 3 показатели ликвидности рассматриваемой компании значительно сократились к 2013 году. Нормальным для абсолютной ликвидности считается значение не менее 0,2, для срочной – не менее 0,7, а для текущей ликвидности нормальное значение находится в интервале от 1,5 до 2,5, при этом значение ниже 1 свидетельствует о высоком финансовом риске, а значение выше 3 – о нерациональной структуре капитала. Таким образом, показатели срочной и текущей ликвидности ОАО «Сибилла» в 2013 году находились ниже нормального значения, что говорит о высоком финансовом риске. Показатели рентабельности находились на хорошем уровне, однако также как и в случае с ликвидностью, наблюдается снижение показателей рентабельности в 2013 году.

Проанализируем компанию на финансовую устойчивость (Таблица 5).

Таблица 5

Показатели финансовой устойчивости ОАО «Сибилла»

Наименование показателя	2012 год	2013 год
dEc	-49 571	-39 728
dEt	-4 185	-8 456
dEs	-552	5 818

Источник: составлено автором

где dEc= (Источники собственных средств - Внеоборотные активы)-Запасы и затраты, (Таблица 3)

dEt = (Источники собственных средств + Долгосрочные кредиты банков и займы - Внеоборотные активы)-Запасы и затраты, (Таблица 4)

dEs = (Источники собственных средств + Долгосрочные кредиты банков и займы + Краткосрочные кредиты банков и займы- Внеоборотные активы)-Запасы и затраты. (Таблица 5)

Абсолютная финансовая устойчивость организации достигается, если  $dEc \geq 0$ ,  $dEt \geq 0$ ,  $dEs \geq 0$ . Нормальная устойчивость финансового состояния:  $dEc < 0$ ,  $dEt \geq 0$ ,  $dEs \geq 0$ . Неустойчивое финансовое состояние:  $dEc < 0$ ,  $dEt < 0$ ,  $dEs \geq 0$ . Кризисное финансовое состояние:  $dEc < 0$ ,  $dEt < 0$ ,  $dEs < 0$ .

В 2012 году все показатели  $< 0$ , что свидетельствует о кризисном финансовом состоянии, в 2013 году есть улучшение по последнему показателю, у компании наблюдается неустойчивое финансовое состояние.

Рассмотренные показатели ОАО «Сибилла» позволяют сделать выводы о неустойчивом положении компании, возможно именно это стало одной из причин слияния.

Рассчитаем те же показатели для ОАО «Прикамьекалий» (Таблица 6, Таблица 7 и Таблица 8).

Таблица 6

## Показатели ликвидности ОАО «Прикамьекалий»

Наименование показателя	2012 год	2013 год
Абсолютная ликвидность	0,50	2,25
Срочная ликвидность	1,30	3,34
Текущая ликвидность	1,70	3,90
Коэффициент ликвидности по данным чистых оборотных активов	0,70	2,90
Общий коэффициент ликвидности	1,40	3,70

Источник: составлено автором

Таблица 7

## Показатели рентабельности ОАО «Прикамьекалий»

Наименование показателя	2012 год(%)	2013 год(%)
Рентабельность товарооборота по себестоимости	127	167
Рентабельность товарооборота по выручке	33	38
Рентабельность продаж	27	32
Предельная рентабельность	169	186
Экономическая рентабельность	-	28
Финансовая рентабельность (ROA)	-	24
Рентабельность текущих активов	-	97

Рентабельность производственных фондов	-	41
Рентабельность собственных средств (ROE)	-	33

Источник: составлено автором

Расчитанные показатели ликвидности компании в 2012 году находятся на хорошем уровне, в 2013 году все значения выросли и показывают высокую ликвидность предприятия, даже слишком высокую, что может говорить о нерациональной структуре капитала. Показатели рентабельности также возрастают и находятся на очень высоком уровне. Если сравнивать показатели компаний, то можно заметить, что в случае с ОАО «Прикамьекалий» наблюдается рост всех значений, компания справилась с трудностями, которые принес мировой финансовый кризис, в случае с ОАО «Сибилла» все наоборот.

Таблица 8

#### Показатели финансовой устойчивости ОАО «Прикамьекалий»

Наименование показателя	2012 год	2013 год
Ес	-7 114	6 138
Et	1 247	13 208
Es	6 901	15 797

Источник: составлено автором

В 2012 году компания имела нормальную устойчивость финансового состояния, а уже в 2013 году наблюдается абсолютная устойчивость. Таким образом, ОАО «Прикамьекалий» до объединения имел высокие результаты деятельности по всем рассмотренным показателям.

Прежде чем проанализировать различные рынки сбыта рассмотрим динамику среднегодовых внутренних и экспортных цен на продукцию компании ОАО «Прикамьекалий» до сделки за 2010-2013гг. и объединенного ОАО «Армада» за 2014-2015гг. и затем попробуем объяснить тенденцию (Рис.5).

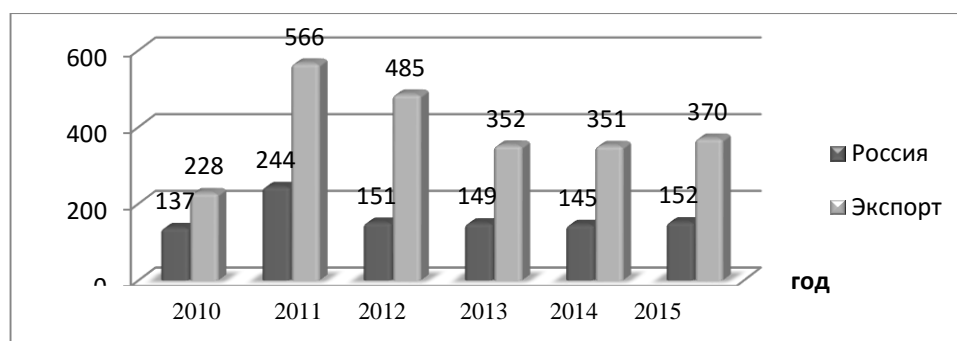


Рис. 5 - Динамика внутренних и экспортных цен компании

Источник: [16]

Цены ОАО «Прикамьекалий» на калийные удобрения, чувствительнее к изменениям цен на сельхозпродукцию, здесь пик цен приходится на 2011 год, что совпадает с данными по сельскохозяйственным культурам, для которых компания поставляет калий. Исходя из графиков, можно сделать вывод о том, что общеэкономическая обстановка, мировой финансовый кризис, отразился и на производстве сельскохозяйственной продукции, что привело к снижению расходов на удобрения, а вследствие этого и цен на калийные удобрения. Большинство стран и по сей день испытывают трудности, в Европе проходит вторая волна кризиса, а России пророчат 10 лет застоя и если посмотреть на график то можно увидеть, что цена на внутреннем рынке в 2010-2015 гг. находится практически на одном уровне.

На российском рынке хлористый калий поставляется сельхозпроизводителям, производителям сложных удобрений и прочим промышленным потребителям. Как можно заметить из Рис.2.2.7, внутренняя цена вдвое меньше экспортной, и это вызвано не только меньшими затратами на транспортировку. Компания проводит политику поддержки отечественных производителей, которую планирует сохранять и в дальнейшем. Российским сельхозпроизводителям пришлось не только преодолевать посткризисные явления, но и справляться в неблагоприятных погодных условиях. Сильная жара 2010 года вызвала резкое сокращение урожая основных зерновых культур, вследствие чего компания приняла решение следовать рекомендациям правительства и установила низкие цены

на калийные удобрения, которые сохраняются до сих пор, как следствие продолжающейся макроэкономической нестабильности и неблагоприятных погодных условий во многих регионах.

На экспортные цены помимо макроэкономической нестабильности, влияют внутренние экономические условия. В 2012 году правительство Индии снизило субсидии на удобрения и в частности на калий, что привело к снижению спроса со стороны Индии в 2 раза. Ослабление валют стран Юго-Восточной Азии, конкуренция среди производителей калия, отсутствие контрактов с Китаем и Индией в течение полугода привели к тому, что компания работала с загрузкой своих мощностей только на 70%. В Европе спрос на удобрения остался на прежнем уровне. Активный спрос со стороны Бразилии и США, вследствие высоких цен на сельскохозяйственные продукты данных стран, позволил установить высокие цены и в совокупности добиться больших результатов в сравнении с 2011 годом.

### 3.3. Апробация методики определения потенциального синергетического эффекта

Посмотрим, получила ли компания синергетический эффект. Для этого необходимо произвести все расчеты согласно усовершенствованной методике.

Этап 1. Оценка стоимости бизнеса компании покупателя.

Стоимость компании (TEV – total enterprise value)- это стоимость всех обыкновенных акций, находящихся в обращении, рассчитанная по рыночной цене (МС – market capitalization) за вычетом денежных средств и их эквивалентов, плюс стоимость долговых обязательств (общий долг), плюс доля меньшинства, плюс стоимость всех привилегированных акций компании.

Исходя из того, что цена за акцию ОАО «Прикамьекалий» на 1 апреля 2014 года составляла 8,47\$, в обращении находилось 2 099,1 млн. акций, получаем, что рыночная капитализация (МС) =  $8,47 * 2\,099,1 = 17\,785,7$  млн.

долларов. На эту же дату денежные средства и их эквиваленты составили 483,7 млн. долларов, общий долг – 386,7 млн. долларов, доля меньшинства – 0,8 млн. долларов, привилегированных акций компания не имеет. Отсюда,  $TEV = 17\,785,7 \text{ (МС)} - 483,7 + 386,7 + 0,8 = 17\,689,5$  млн. долларов. Таким образом, стоимость компании ОАО «Прикамьекалий» до объединения составляла 17 689,5 млн. долларов.

Этап 2. Оценка стоимости бизнеса компании-цели.

Биржевая стоимость ОАО «Сибилла» составляла 7,5 \$ млрд., с учетом долга в 1,4 \$ млрд., общая стоимость ОАО «Сибилла» до сделки составляла 8,9 \$ млрд.

Этап 3. Оценка стоимости объединенной компании с учетом изменений в денежных потоках, вызванных появлением синергии.

Расчет стоимости объединенной компании произведен методом, описанным в ходе проведения этапа 1, и результат представлен в таблице 9.

Таблица 9

Расчет стоимости компании ОАО «Прикамьекалий»

URKA	01.04.14	22.09.14	11.04.15	12.09.15	10.04.16
Цена акций, \$	8,47	8,16	7,47	8,18	7,57
Акции в обращении, млн.	2 099,1	3 058,7	3 007,6	2 936,0	2 932,3
Рыночная капитализация (МС), \$ млн.	17 785,7	24 955,0	22 461,8	24 014,4	22 198,7
- денежные средства и их эквиваленты, \$ млн.	483,7	1 270,4	1 199,2	1 600,6	1 658,4
+ общий долг, \$ млн.	386,7	3 193,1	3 396,7	4 056,9	3 973,8
+ Доля меньшинства, \$ млн.	0,8	0,7	12,5	13,2	8,3
Общая стоимость компании (TEV), \$ млн.	17 689,5	26 878,4	24 671,8	26 483,9	24 522,4

Источник: составлено автором



Этап 4. Сравнение стоимости объединенной компании и стоимости компаний без учета синергии.

Выгоды компании рассчитываются как разность между стоимостью объединенной компании и суммой стоимостей компаний по отдельности, где стоимость компании-поглотителя – это то, как компания оценивает сама себя [9, с.124]. Издержки компании рассчитываются как разность между денежной оплатой и стоимостью компании-цели [9, с. 125]

Учитывая, что сделка уже состоялась, мы можем использовать в оценке выгод реальную стоимость ОАО «Прикамьекалий» до объединения, которая составляла 17 689,5 млрд. долларов. Таким образом, выгоды от сделки = 26 878,4 (цена объединенной компании ОАО «АРМАДА») – (17 689,5 + 8 900) = 288,9 млн. долларов.

Этап 5. Определение размера премии, выплачиваемой компании цели.

Общую сумму, которую заплатил ОАО «Прикамьекалий» оценивают в 8, 74531 \$ млрд. ОАО «Прикамьекалий» выкупал 20% ОАО «Сибилла» за 1,4 \$ млрд., остальные 80 % конвертировались в акции ОАО «Прикамьекалий». Ввиду того, что сумма, затраченная ОАО «Прикамьекалий» на сделку была меньше стоимости ОАО «Сибилла», отсюда следует вывод, что ОАО «Прикамьекалий» оценил ОАО «Сибилла» ниже его стоимости.

Таким образом, если рассчитать издержки, которые понесла компания на покупку, то получится  $8745,31 - 8\ 900 = - 155$ , фактически компания не то, что не заплатила никакой премии, а осуществила сделку с премией для себя. Некоторые акционеры ОАО «Сибилла» (например, Актон) были не согласны с установленными коэффициентами конвертации акций компании в акции ОАО «Прикамьекалий», так как, по их мнению, компания была недооценена.

Не смотря на это, большинство акционеров проголосовали за совершение сделки, и конвертация акций производилась по оговоренным коэффициентам. Факт того, что в результате сделки объединенная компания становится одним из лидеров на мировом рынке калийных удобрений, удержала даже многих из тех, кто был против сделки, в результате чего

компаниям пришлось выкупить акций у несогласных со сделкой акционеров всего на 2,58 \$ млн. Более низкая оценка ОАО «Сибилла», скорее всего, была преимущественно связана с низкой ликвидностью бумаг компании и непрозрачностью ее деятельности. Многие эксперты считают, что одним из факторов увеличения стоимости объединенной компании является переоценка активов «Сибилла», ввиду снижения рисков для инвесторов.

Следовательно, синергетический эффект с поправкой на получение премии поглощающей компанией составил 443,9 млн. долларов, что уже разительно отличается от предыдущего результата.

#### Этап 6. Определение затрат на интеграцию.

По оценкам ОАО «Прикамьекалий» синергетический эффект от интеграции только усилился и в общем итоге прирост составил +1,37 млн. долларов. За счет сокращения операционных расходов (оптимизация системы закупок, оптимизация ремонтных и сервисных служб, закрытие калийной и карналлинговой фабрик Березники-1) – 0,82 млн. долларов. За счет экономии на транспортных расходах (более эффективное использование парка вагонов, оптимизация процессов погрузки-разгрузки) – 0,5 млн. долларов. За счет сокращения расходов на реализацию продукции (прекращение соглашений с трейдерами ОАО «Сибилла», унификация системы продаж в России) – 0,23 млн. долларов. В результате объединения корпоративных функций и устранения дублирующих административных функций и услуг – 0,10 млн. долларов. Экономия на финансовых расходах (оптимизация кредитного портфеля, рефинансирование кредита ОАО «Сибилла») составила 0,17 млн. долларов. Таким образом, компания не понесла дополнительных издержек на интеграцию, а наоборот получила дополнительный положительный эффект.

Итак, общий синергетический эффект в стоимостном выражении составил 447,37 млн. рублей. Данный показатель в 1,5 раза превышает результат, полученный с использованием существующей методики. Полный расчет по данной методике приведен в приложении 2.

Рассмотрим динамику основных показателей компании до и после совершения сделки (Таблица 10).

Таблица 10

Финансовые коэффициенты и показатели рентабельности ОАО

«Армада»

Показатель	2013 год	2014 год	2015 год
Рентабельность, %			
Валовой прибыли	76	73	73
ЕБИТДА	47	59	60
Чистой прибыли	32	34	41
Ликвидность			
Абсолютная	2,3	1,7	1,2
Срочная	3,3	2,5	1,6
Текущая	3,9	2,9	1,7
Коэффициенты прибыльности, %			
Доходность активов (ROA)	24	17	12
Доходность акционерного капитала (ROE)	33	24	19
Долговые коэффициенты			
Долг/Активы	0,2	0,3	0,3
Чистый долг/ЕБИТДА	0,1	1,1	1,0
Чистый долг/Капитал	0,1	0,3	0,3

Источник: составлено автором

Доля валовой прибыли в объеме продаж компании снизилась. Доля прибыли до вычета процентов, налога и амортизации, а также доля чистой прибыли на каждый заработанный рубль, с каждым годом увеличивается. Компания демонстрирует высокие коэффициенты рентабельности, однако этого нельзя сказать относительно коэффициентов ликвидности. По всем рассмотренным показателям ликвидности, она имеет отрицательную динамику. Исходя из того, что показатели ликвидности стремятся к своему нормальному значению, можно предположить, что компания оптимизирует соотношение своих пассивов и активов, тем самым улучшая работу компании, при сохранении финансовой стабильности. Доходность активов и доходность для акционеров с каждым годом уменьшается, что говорит о том, что активы компании порождают все меньше прибыли, а инвестиции

акционеров получают все меньшую отдачу. Таким образом, несмотря на то, что все показатели относительно на хорошем уровне, видно, что большинство из них показывает отрицательную динамику, вполне возможно, что это связано с неблагоприятными условиями на калийном рынке, особенно если учитывать, что у всех конкурентов в 2015 году снизились как продажи, так и чистая прибыль.

Синергия на основе оценки компании и на основе оценки по ее стоимости получилась разной. Все дело в том, что компания обладает внутренней информацией и может в действительности сказать, какую выгоду им принесла сделка. В то время как оценка синергии на основе ее стоимости довольно приблизительна, так как стоимость компании постоянно меняется, на что влияет множество внешних факторов, не связанных с присоединением ОАО «Сибилла».

Если говорить о выгодах, которые получили акционеры ОАО «Сибилла», то они выражаются в том, что компания получила возможность развиваться в составе ОАО «Армада». На наш взгляд, без присоединения к ОАО «Прикамьекалий» компании ОАО «Сибилла» пришлось бы противостоять высокой конкуренции с аналогичными компаниями. В результате низкой ликвидности бумаг компании, обращение только на российском рынке, компания была недооценена, что делало ее хорошим объектом для поглощения, таким образом, ОАО «Сибилла» отдельно не смогла бы просуществовать долго, ей бы все равно пришлось объединиться с другими схожими компаниями, тем более, что были претенденты (Фосагро). Однако сделка с ОАО «Прикамьекалий» была наиболее выгодна ввиду совершенной совместимости активов компаний. Рассмотренная сделка, является одним из немногих случаев, когда основная выгода достается не компании-цели, а компании-покупателю.

В результате апробации усовершенствованной методики можно сделать вывод о том, что учет дополнительных выгод или издержек в расчете потенциального синергетического эффекта может колоссально изменить

результативный показатель и более точно измерить эффект от совершения сделки. Кроме того, усовершенствованная методика позволит рассчитать более точный результат до принятия решения о слиянии и поглощении, что позволит расширить круг потенциально подходящих компаний для совершения сделок.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе изучения теоретических аспектов процесса слияний и поглощений были изучены подходы различных авторов к терминологии и классификации данных процессов. В результате анализа автором сформулированы определения «слияние» и «поглощение», отличающиеся от известных.

Под слиянием следует понимать дружественную сделку по объединению двух или более компаний в одну, сопровождающуюся конвертацией акций, объединением активов и обязательств компаний-участниц сделки, на базе одной из компаний или вновь образованной с сохранением состава участников, финансовой, организационной и производственной структур. Целью таковой сделки является достижение маркетингового и/или инновационного синергетических эффектов.

Под поглощением рассматривается покупка акций или активов одной компании, осуществляемая другой компанией, сопровождающаяся передачей прав собственности и, зачастую, заменой менеджмента приобретенной компании и изменением ее финансовой и производственной политики. Главной задачей такой сделки является получение финансового и/или операционного синергетических эффектов. При этом компания-цель может остаться формально самостоятельным юридическим лицом, слияния организационных структур может и не произойти.

Результатом исследования мотивов осуществления сделок слияния и поглощения является вывод о том, что практически все рассмотренные мотивы нацелены на рост стоимости компании после слияния или поглощения. Однако, как показывает практика, далеко не все слияния и поглощения достигают поставленных целей. Большинство сделок, в конечном счете, оказываются неэффективными в силу тех или иных причин.

В целях выявления факторов, влияющих на эффективность сделки, был проанализирован российский рынок слияний и поглощений.

Анализ российского рынка показал, что стратегия роста за счет проведения слияний является популярной среди бизнесменов, причем наиболее часто используются горизонтальные слияния. Российский рынок M&A является перспективным, учитывая положительную динамику на протяжении последних 7 лет, что объясняет актуальность исследуемой темы.

Обзор литературы и сравнение различных научных точек зрения показали, что синергия определенно является важной частью сделок слияния и поглощения. Именно синергетический эффект является одним из основных мотивов для проведения сделок, а оценка этих эффектов - неотъемлемым этапом при оценке выгодности слияния. Важно отметить, что оценка синергетического эффекта от слияния необходима не только компании-покупателю для формирования верхней границы стоимости покупки, но и компании-цели для формирования нижней границы стоимости бизнеса при продаже.

Выбор метода оценки синергетических эффектов зависит от типа выявленной синергии, а также от наличия достаточного количества информации на рынке, поэтому важно на подготовительном этапе корректно определить все возможные эффекты от слияния.

Сравнение различных научных точек зрения позволило автору разработать собственную систему классификации синергетических эффектов. Предложенный способ включает в себя, кроме операционной и финансовой составляющей, маркетинговую и инновационную. Данная классификация, по мнению автора, позволит более точно определить вид совершаемой сделки (слияние или поглощение), исходя из мотивов осуществления таковой, иначе говоря, определения формы проявления желаемого синергетического эффекта.

В работе проведено исследование методических аспектов оценки эффективности слияний и поглощений. Среди наиболее удобных в применении было выделено два способа оценки синергетических эффектов.

Первый метод представляет собой индивидуальную оценку каждого выявленного при анализе синергетического эффекта и последующее суммирование полученных экономий и дополнительных выгод для получения общей стоимости синергии. Второй способ оценки – оценка синергетических эффектов на основе оценки стоимости объединенного бизнеса до и после слияния. В связи с тем, что методика второго способа оценки применима как для перспективной, так и для ретроспективной оценки синергетического эффекта, автором было предложено положить ее в основу методики определения синергетического эффекта от слияния или поглощения, с учетом в расчете расходов на процесс слияния и поглощения и значение премии менеджменту компании-цели. Таким образом, предполагается сделать определение эффекта от синергии более значимым показателем, приближенным к действительности.

Усовершенствованная методика была апробирована на примере конкретных компаний, в результате чего был получен результат – определение эффективности поглощения путем оценки полученного синергетического эффекта.



## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Алексеева, А.И. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности: учеб. пособие / А.И. Алексеева, Ю.В. Васильев. – М.: Финансы и статистика. 2012. – 529 с.
2. Алиев, Ш. И. Применение теории реальных опционов к оценке стоимости компании / Ш.И. Алиев // Проблемы современной экономики. – 2011. – №4. – С.116-120.
3. Ансофф, И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. – СПб.: Питер, 2013. – 416 с.
4. Барановский, А.Г., Тренихин, А.П. Оценка бизнеса на основе экономической добавленной стоимости [Электронный ресурс] / А.Г. Барановский, А.П. Тренихин // Экономика и социум. – 2013. – №2(7). - Режим доступа: [http://iupr.ru/domains\\_data/files/zurnal\\_osnovnoy\\_2\\_7\\_2013\\_chast\\_3/Baranovskiy4.pdf](http://iupr.ru/domains_data/files/zurnal_osnovnoy_2_7_2013_chast_3/Baranovskiy4.pdf) 167 (дата обращения: 12.12.15)
5. Батасова, Е.О. Развитие инструментальных методов анализа финансовой устойчивости промышленного предприятия: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.12/ Батасова Евгения Олеговна. - М., 2015. - 24 с.
6. Бекъе, М. Путеводитель по слияниям / М. Бекъе // Вестник McKinsey. – 2014. - № 3. С.161-179
7. Белашев, В. Оценка за слияние. Инструмент для быстрой перспективной оценки финансовой целесообразности проведения сделки M&A. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://amt-training.ru/content/articles/9305/> (дата обращения: 14.12.2015)
8. Брусланова, Н. Оценка инвестиционных проектов методом реальных опционов [Электронный ресурс] / Н. Брусланова // Финансовый директор. — 2014. — № 7. – Режим доступа: <http://fd.ru/articles/10485> (дата обращения: 14.01.2016)

9. Булеев, И.П., Богачев, С.В. Проблемы оценки эффективности интеграции предприятий: синергетический подход / И. П. Булеев, С. В. Богачев // *Економіка промисловості*. - 2014. - № 4. - С. 126 - 133.
10. Бутов, Д.В. Оценка компании в целях слияния и поглощения [Электронный ресурс] / Д.В. Бутов // *Справочник экономиста*. – 2011. - №11. – Режим доступа: [http://www.profiz.ru/se/11\\_2011/ocenka\\_companii/](http://www.profiz.ru/se/11_2011/ocenka_companii/) (дата обращения: 25.01.2016)
11. Вакулюк, В.С. Синергетическая модель управления предприятием: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / Вакулюк Вадим Сергеевич. – Казань, 2011. – 24 с.
12. Вилков, И.И. Особенности процесса слияний и поглощений в нефтегазовом секторе России: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / Вилков Иван Иванович. – Новосибирск, 2016. – 18 с.
13. Винокурова, Е.С. Синергия, как основной фактор формирования холдинговых структур организации бизнеса. Понятие внутрикорпоративной синергии / Е.С. Винокурова // *Балтийский экономический журнал*. - 2011. - №1. - С.69-74
14. Владимирова, И.Г. Слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс] / И.Г. Владимирова // *Менеджмент в России и за рубежом*. – 2009. – №1. – Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/2009/1/803.html> (дата обращения: 24.01.2016)
15. Владимирова, И.Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны [Электронный ресурс] / И.Г. Владимирова // *Менеджмент в России и за рубежом*. – 2012. – №1. – Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/2012/1/1003.html> (дата обращения: 24.01.2016)
16. Высоцкая, Т.Р. Метод реальных опционов в оценке стоимости инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / Т.Р. Высоцкая // *Финансовый менеджмент*. – 2016. – №2. – Режим доступа:

[http://www.dis.ru/library/detail.php? ID=25918](http://www.dis.ru/library/detail.php?ID=25918) (дата обращения: 12.02.2016)

17. Галпин, Т. Полное руководство по слияниям и поглощениям / Т. Галпин, М. Хэндон. - М.: ИД Вильямс, 2012. - 240 с.
18. Гвардин, С.В., Чекун, И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. – СПб.: Питер, 2012. – 192 с.
19. Гвардин, С.В., Чекун, И.Н. Финансирование слияний и поглощений в России/ С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. – М.: Бином. Лаборатория знаний, 2014. – 195 с.
20. Герасимов, Н.А. Применение модели Ольсона в оценке стоимости компании. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/finanalysis/value\\_ohlson.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/value_ohlson.shtml) (дата обращения 24.02.2016)
21. Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан. –М.: Альпина Бизнес Букс, 2013. – 741с.
22. Гулд, М., Кэмпбелл, Э. В поисках синергии. Корпоративная стратегия. Harvard Business Review. / М. Гулд, Э. Кэмпбэлл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. – 144 с.
23. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 1324 с.
24. Евтушенко, Е.В. Основы стратегической реструктуризации предприятия / Е.В. Евтушенко. – М.: Перспектива, 2013. – 265 с.
25. Егоров, О.В., Рутгайзер, В.М. Модели Ольсона и Блэка-Шоулза и российская практика оценки стоимости бизнеса [Электронный ресурс] / О.В. Егоров, В.М. Рутгайзер // Российское предпринимательство. — 2014. — № 2 (50). — С. 39-41. – Режим доступа: <http://www.creativeconomy.ru/articles/8845/> (дата обращения 24.02.2016)
26. Елонова, Н.Ю. Слияния и поглощения: виды, причины, защитные тактики [Электронный ресурс] / Н.Ю. Елонова // Советник юриста. –

2010. – №2. – Режим доступа: <http://www.s-yu.ru/articles/2010/2/4549.html>  
168 (дата обращения: 24.02.2016)
27. Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М.: КНОРУС, 2013. –448 с.
28. Ендовицкий, Д.А., Соболева, В.Е. Анализ инвестиционной привлекательности компании-цели М&А. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/investor/m\\_and\\_a/motive.shtml](http://www.cfin.ru/investor/m_and_a/motive.shtml) (дата обращения 24.02.2016)
29. Иванов, А.Е. Априорная оценка синергетического эффекта интеграции на основе нечетко-множественной модели определения коэффициента синергетического роста / А.Е. Иванов // Экономический анализ: теория и практика. – 2012. – № 42 (297). - С. 33-43.
30. Иванов, А.Е. Генезис синергетического подхода в исследованиях слияний и поглощений: развенчание главного мифа о синергии. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://mpa.ub.uni-tuenchen.de/50307/1/MPRA\\_paper\\_50307.pdf](http://mpa.ub.uni-tuenchen.de/50307/1/MPRA_paper_50307.pdf) (дата обращения 25.02.2016)
31. Ивашковская, И.В. Слияния и поглощения: ловушки роста / И.В. Ивашковская // Управление компанией. – 2014. – № 7. –С. 26-29
32. Ишмияров, М.Х., Крайнова, Э.А. Реструктуризация как экономический механизм повышения эффективности нефтегазового производства / М.Х. Ишмияров, Э.А. Крайнова. – М.: Нефть и Газ, 2013. - 240 с.
33. Ищенко, С.М. Оценка эффекта синергии при слияниях и поглощениях компаний: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05/ Ищенко Светлана Максимовна. – Екатеринбург, 2011. – С. 27.
34. Ищенко, С.М., Бадюкина, Е.А. Алгоритм отбора перспективных сделок по слиянию и поглощению компаний на основе оценки эффекта синергии. [Электронный ресурс] – Режим доступа:

<http://koet.syktsu.ru/vestnik/2010/2010-2/3/3.htm> (дата обращения 23.02.2016)

35. Комов, И.С. Разработка организационно-экономических методов и моделей процесса создания и оценки эффективности проектов интегрированных корпоративных структур: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / Комов Илья Сергеевич. – М., 2014. – С. 16.
36. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Муррин. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2015. - 576 с.
37. Кэмпбелл, Э., Саммерс, К.Л. Стратегический синергизм / Э. Кэмпбэлл, К.Л. Саммерс. – СПб.: Питер, 2014. – 416 с.
38. Лапшин, П.П., Хачатуров, А.Е. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний / П.П. Лапшин, А.Е. Хачатуров // Менеджмент в России и за рубежом. – 2015. – №2. – С. 21-30
39. Лейфер, Л.А., Вожик, С.В.. Оценка компании. Анализ различных методов при использовании доходного подхода. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/finanalysis/value/revenue\\_analysis.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/value/revenue_analysis.shtml) (дата обращения 24.02.2016)
40. Лимитовский, М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках: Учеб.-практич. пособие. / М.А. Лимитовский. – М.: Дело, 2014. – 528 с.
41. Лысенко, Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений /Д.В. Лысенко // Аудит и финансовый анализ. – 2011. – № 5. – С.110-132.
42. Ляхов, А., Крачулова, М. Понятия и виды синергизма. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://econindustry.org/arhiv/html/2009/st\\_47\\_05.pdf](http://econindustry.org/arhiv/html/2009/st_47_05.pdf) (дата обращения 28.02.2016)
43. Масюк, Н.Н., Бушуева, М.А. Синергетический и мультипликативный эффекты в кластере. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.gosbook.ru/node/60136> (дата обращения 14.04.2016)

44. Ольдерогге, Н. Г. Структура подходов и методов оценки бизнеса и компаний. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://www.elitarium.ru/2011/11/05/ocenka\\_biznesa\\_kompanijj.html](http://www.elitarium.ru/2011/11/05/ocenka_biznesa_kompanijj.html) (дата обращения 14.04.2016)
45. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/ под ред. А.Г. Грязнова, А.М. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. – М.: Интерреклама, 2013. – 544 с.
46. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебное пособие для студентов вузов / Е. В. Шпилевская, О. В. Медведева. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2010. - 346 с.
47. Полухин, П.Ю. Премия за контроль при слияниях и поглощениях // Российский экономический интернет-журнал, июль 2011. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.e-rej.ru/Articles/2007/Poluhin.pdf> (дата обращения 24.02.2016)
48. Постановление Правительства Российской Федерации от 14 февраля 2006 г. № 87 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества». [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2006/03/02/gosimushestvo-privatizacia-dok.html> (дата обращения 24.02.2016)
49. Пратт, Ш. П. Оценка бизнеса. Скидки и премии / Ш. П. Пратт; перевод с англ. А. А. Пауткина. – М.: Квинто-менеджмент, 2015. – 392 с.
50. Приказ Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. № 256 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)». [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2007/09/04/otsenka-standart1-dok.html> (дата обращения 14.04.2016)

51. Радыгин, А., Энтов, Р., Шмелева, Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе / А. Радыгин, Р. Энтов, Н. Шмелева. – М.: Институт экономики переходного периода, 2012. – 177 с.
52. Разманова С.В. Оценка эффективности процессов слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / Разманова Светлана Валерьевна. – Спб., – 2010. –23с.
53. Райзберг, Б.А., Лозовский, Л.Ш., Стародубцева, Е.Б. Современный экономический словарь- 5-е изд., перераб. и доп. / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева.— М.: ИНФРА-М, 2016. — 495 с.
54. Рид, С., Лажу, А. Искусство слияний и поглощений / С. Рид, А. Лажу. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. – 958с.
55. Рудык, Н.Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов: Учебное пособие / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2015. – 224с.
56. Рудык, Н.Б., Семенкова, Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова. – М.: Финансы и статистика, 2010. – 455 с.
57. Савчук, С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/management/2011-5/04.shtml> (дата обращения 24.02.2016)
58. Сидоренко, Ю.С. Специфика оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Сидоренко Юрий Сергеевич. – М., 2016. –24 с.
59. Стратегии бизнеса: Аналитический справочник. / Айвазян С.А., Балкинд О.Я., Баснина Т.Д. и др. / Под ред. Г.Б. Клейнера. – М.: КОНСЭКО, 2011. – 273 с.
60. Федотова, М.А., Евстафьева, Е.М. Комплексный подход к расчету поправок за контроль и уровень ликвидности при оценке пакетов акций [Электронный ресурс] / М.А. Федотова, Е.М. Евстафьева // Проблемы

современной экономики. – 2013. – №3(27). – Режим доступа: <http://www.mecconomy.ru/art.php?nArtId=2130> (дата обращения 12.04.2016)

61. Халикова, Д.О. Методика выбора компании-цели для сделок слияний и поглощений для нефтяных компаний / Д.О. Халикова // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – №5. – С. 449-454.
62. Халикова, Д.О. Основные виды синергических эффектов при слияниях и поглощениях нефтегазодобывающих предприятий / Д.О. Халикова // Нефтегазовое дело. – 2013. – №3. – С. 165-169.
63. Халикова, Д.О. Подходы к оценке синергического эффекта при слияниях и поглощениях нефтегазовых предприятий / Д.О. Халикова, А.Е. Череповицын // Записки Горного института. – 2013. – Т. 201. – С. 241-247.
64. Халикова, Д.О. Формы синергии на рынке слияний и поглощений в топливно-энергетическом комплексе России / Д.О. Халикова // Экономика и управление. – 2012. – №3. – С. 95-99.
65. Хасанова, Г.Ф., Буренина, И.В. Синергия как метод повышения эффективности деятельности компании [Электронный ресурс] / Г.Ф. Хасанова, И.В. Буренина // Нефтегазовое дело. – 2011. – № 6. – Режим доступа: [http://www.ogbus.ru/authors/Khasanova/Khasanova\\_1.pdf](http://www.ogbus.ru/authors/Khasanova/Khasanova_1.pdf) (дата обращения 24.02.2016)
66. Щербакова, О.Н. Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://dis.ru/library/detail.php?ID=23374> (дата обращения 24.02.2016)
67. Эванс, Ф., Бишоп, Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эванс, Д. Бишоп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2011. – 331с.
68. Эггерсон, Р. Проблемы и институты / Р. Эггерсон. – СПб.: Питер, 2011. – 245 с.



69. Эскиндаров, М.А. Теория слияний и поглощений (в схемах и таблицах): учебное пособие / М.А. Эскиндаров, И.Ю. Беляева, А.Ю. Жданов, М.М. Пухова. – М.: КНОРУС, 2013. – 232с.
70. Юлдашева, О., Горид, А. Стратегии интеграции компаний. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.news.elteh.ru/arh/2006/40/19.php> (дата обращения 24.02.2016)

## Сравнительная таблица терминов слияние и поглощение

Авторы	Слияние	Поглощение	Комментарий
С. Рид, А. Лажу [54, с. 218]	Слияние – это сделка, при которой одна корпорация юридически поглощается другой, в результате чего компания-поглотитель принимает на свой баланс все активы и обязательства поглощенной корпорации.	Поглощение - это сделка по передаче прав собственности на компанию, осуществляемая в форме покупки активов компании, покупке акций компании, владеющей активами или в форме слияния покупателя с поглощаемой компанией.	Поглощение – это процесс передачи прав собственности на компанию, а слияние – это юридическая процедура, которая совсем не обязательно следует за поглощением, так как поглощающая компания может решить, что поглощенная компания должна остаться отдельным дочерним обществом или компанией - оболочкой, не ведущей никакой хозяйственной деятельности
С. Росс [49, с. 114]	Слияние – это одна из трех юридических форм поглощения: объединение всех активов и обязательств компаний-участниц сделки в рамках одной компании	Выделяет три формы поглощения: слияние, поглощение путем приобретения контрольного пакета акций, поглощение путем приобретения активов компании	Определяет слияние как полное поглощение одной компании другой.
А. Дамодаран [23, с. 56]	Слияние – разновидность приобретения. Целевая компания становится частью приобретающей компании. При этом требуются санкции акционеров со стороны обеих компаний.	Использует термин «приобретение». Механизм: 1) тендерное предложение о покупке акций по детерминированной цене. 2) покупка активов. Целевая компания остается в качестве компании-оболочки.	Определяет слияния и поглощения как разновидность приобретений.
П. Гохан [21, с. 78]	Слияние – это объединение двух компаний, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование. Виды: – статусное, – подчиняющие Консолидация – это объединение компаний с образованием новой компании.	Поглощение (takeover) не имеет столь четкого определения, иногда этот термин относится только к враждебным сделкам, иногда используется для обозначения как дружественных, так и недружественных слияний.	Поглощение входит в термин слияния. В результате слияния выживает только одна компания.

## ПРОДОЛЖЕНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ 1

Авторы	Слияние	Поглощение	Комментарий
Ф. Эванс, Д. Бишоп [67, с. 214]	Слияние-это сделка по объединению двух компаний, в которой первая поглощается второй, либо из первоначальных двух формируется новое юридическое лицо.	Поглощение – это сделка по приобретению активов или акций одной компании другой компанией.	Слияние – объединение компаний, поглощение – приобретение контроля над компаниями.
С.В. Гвардин, И.Н. Чекун [18, с. 68]	Слияние – появление новой компании, которая берет под свой контроль и управление все активы и обязательства компаний-участниц сделки.	Поглощение – это сделка, при которой одна компания приобретает контроль над другой компанией, чаще всего через покупку акций компании-цели.	В результате слияния образуется новая компания. Поглощение – это приобретение контроля над компанией-целью поглощения.
Н.Б. Рудык, Е.В.Семенкова, [56, с. 177] А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов [51, с. 55]	Слияние - это финансовая сделка, в результате которой происходит объединение двух и более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций объединяющихся компаний, сохранением состава собственников и их прав.	При поглощении происходит переход собственности на компанию, зачастую сопровождающийся заменой менеджмента приобретенной компании и изменением ее финансовой и производственной политики.	Слияния и поглощения – вариант корпоративной стратегии. Слияние - операция на первичном рынке акций, поглощение – на вторичном. После слияния покупатель получает контроль над 100% обыкновенных акций, при поглощении – только над контрольным пакетом акций.
Д.А.Ендовицкий В.Е. Соболева [28]	Слияние – это сделка, в результате которой происходит объединение двух и более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний и сохранением состава собственников.	Поглощение – это сделка, при которой в результате покупки контрольного пакета акций происходит переход прав собственности на компанию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной компании и изменением ее финансовой и производственной политики. При этом компания-цель может остаться формально самостоятельным юридическим лицом, слияния организационных структур не происходит либо происходит частичное слияние.	В результате слияния образуется новая компания. Поглощение – это приобретение контроля над компанией-целью поглощения.

Этап 1. Определение периода расчета

01.04.14 – 11.08.14 – период до совершения сделки

После 22.09.14 – период после интеграции.

Этап 2. Оценка стоимости бизнеса компании покупателя.

Стоимость компании (TEV – total enterprise value)- это стоимость всех обыкновенных акций, находящихся в обращении, рассчитанная по рыночной цене (МС – market capitalization) за вычетом денежных средств и их эквивалентов, плюс стоимость долговых обязательств (общий долг), плюс доля меньшинства, плюс стоимость всех привилегированных акций компании.

Исходя из того, что цена за акцию ОАО «Прикамьекалий» на 1 апреля 2014 года составляла 8,47\$, в обращении находилось 2 099,1 млн. акций, получаем, что рыночная капитализация (МС) =  $8,47 * 2\,099,1 = 17\,785,7$  млн. долларов. На эту же дату денежные средства и их эквиваленты составили 483,7 млн. долларов, общий долг – 386,7 млн. долларов, доля меньшинства – 0,8 млн. долларов, привилегированных акций компания не имеет. Отсюда,  $TEV = 17\,785,7$  (МС) – 483,7 + 386,7 + 0,8 = 17 689,5 млн. долларов. Таким образом, стоимость компании ОАО «Прикамьекалий» до объединения составляла 17 689,5 млн. долларов.

Этап 3. Оценка стоимости бизнеса компании-цели.

Биржевая стоимость ОАО «Сибилла» составляла 7,5 \$ млрд., с учетом долга в 1,4 \$ млрд., общая стоимость ОАО «Сибилла» до сделки составляла 8,9 \$ млрд.

Этап 4. Определение суммарной стоимости двух бизнесов без учета синергии.

$(17\,689,5 + 8\,900) = 26\,589,5$  млн. долларов.

Этап 5. Оценка стоимости объединенной компании с учетом изменений в денежных потоках, вызванных проявлением синергии.

Расчет стоимости объединенной компании произведен методом, описанным в ходе проведения этапа 1, и результат представлен в таблице.

Расчет стоимости компании ОАО «Прикамьекалий»

URKA	01.04.14 гг.	22.09.14 гг.	11.04.15 гг.	12.09.15 гг.	10.04.16 гг.
Цена акций, \$	8,47	8,16	7,47	8,18	7,57
Акции в обращении, млн.	2 099,1	3 058,7	3 007,6	2 936,0	2 932,3
Рыночная капитализация (MC), \$ млн.	17 785,7	24 955,0	22 461,8	24 014,4	22 198,7
- денежные средства и их эквиваленты, \$ млн.	483,7	1 270,4	1 199,2	1 600,6	1 658,4
+ общий долг, \$ млн.	386,7	3 193,1	3 396,7	4 056,9	3 973,8
+ Доля меньшинства, \$ млн.	0,8	0,7	12,5	13,2	8,3
Общая стоимость компании (TEV), \$ млн.	17 689,5	26 878,4	24 671,8	26 483,9	24 522,4

Этап 6. Сравнение стоимости объединенной компании с учетом синергии и стоимости без учета синергии, полученная разница считается количественной оценкой проявившихся синергетических эффектов.

Таким образом, выгоды от сделки = 26 878,4 (цена объединенной компании ОАО «АРМАДА») – 26 589,5 = 288,9 млн. долларов.