

УДК 336

DOI 10.25799/AR.2019.80.1.009

## Оценка финансовой эффективности сделок слияний и поглощений

**Дороничев Максим Игоревич**

Бакалавр,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,  
125167, Российская Федерация, Москва, просп. Ленинградский, 49/2;

e-mail: maxdor2011@gmail.ru

### Аннотация

В статье рассматриваются актуальные причины и факторы развития рынка слияния и поглощения. Перечислены основные цели и задачи, преследуемые компаниями при выходе на рынок M&A. Проанализирована методика оценки финансовой результативности сделок слияний и поглощений на мировом и отечественном рынке. Выделена проблема объективности экономического анализа на примере сделки слияния Роснефти и ТНК, оказавшейся не результативной со стороны финансовой оценки.

Накопленный мировой опыт показывает, что конкурентоспособность национальной экономики и страны в целом определяется в современном мире наличием и эффективностью функционирования крупного корпоративного капитала. Следует отметить, что природа способности фирмы эффективно распоряжаться ограниченными ресурсами, которая обуславливает существование фирм, может трактоваться по-разному. За пределами фирмы эффективное распределение ресурсов осуществляется с помощью рыночного механизма. Внутри фирмы роль рынка выполняет предприниматель, который координирует производство и самостоятельно распределяет ограниченные ресурсы.

Каждое предприятие обладает потенциалом роста за счет внутренних и внешних источников. Внутренние осуществляют за счет увеличения рентабельности имеющихся в распоряжении предприятия активов, повышения производительности и внедрения продуктовых инноваций. Однако в кризисных условиях предприятиям приходится действовать в основном в условиях спада продаж из-за снижения спроса, покупательской способности.

### Для цитирования в научных исследованиях

Дороничев М. И. Оценка финансовой эффективности сделок слияний и поглощений // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2019. Том 9. № 1А. С. 82-89.

### Ключевые слова

финансовые показатели; рынок слияния и поглощения; M&A; фондовый рынок; экономическая эффективность; финансовый анализ.

## Введение

Развитие мировой экономики и процессы глобализации приводят к тому, что компании объединяются с целью, чтобы усилить свое положение на рынке. Такие процессы называют слиянием. Однако существует и другой вариант развития такого процесса, когда более крупная и сильная компания «поглощает» более мелкую и слабую с тем, чтобы минимизировать количество конкурентов на рынке и усилить свое положение. Эти процессы стали обычными в мировой экономике современности [Саратовский, 2014, 10].

Глобальное влияние оказывают сделки M&A на глобальную экономику и на развитие экономики отдельных взятых стран, включая и Россию. При укрупнении бизнес делается более влиятельным и менее подвластным контролю и регулированию для национальных правительств, и также для международных экономических организаций. Тенденции сделок M&A стремительно распространяются на мировом рынке. При этом компании, которые совершают участие в таких сделках, привлекают огромные суммы внешнего финансового капитала со стороны банковского и фондового рынков.

При слиянии или поглощении, происходит объединение бизнеса разных компаний, что увеличивает его масштабы производства. Бытует мнение о том, что при увеличении масштабов производства – рентабельность бизнеса повышается, что можно объяснить с помощью минимизации сменных издержек. Как правило, на мировом рынке M&A происходят сделки слияния и поглощения компаний одного профиля и одного сектора экономики, но, в виду различных причин, происходит поглощение и компаний иных отраслей. В основном, руководство такой компании следует за целью расширить свой бизнес, иногда причиной выступает выход на иные региональные рынки, и в виду иного характера потребительского рынка там, корпорациям приходится заниматься выпуском другой продукции.

Альтернативными целями и задачами участия компаний в слиянии или поглощений выступают и такие причины, как мотив монополии, взаимодополняемость в научно-инновационной деятельности, стремление повысить политический вес руководства компании, личные мотивы крупнейших акционеров, мотив продажи «вразброс», разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения, налоговые мотивы, устранение неэффективности управления и комбинирование взаимодополняющих ресурсов [Владиминова, 2018].

## Материалы и методы

В целом, можно выделить ключевые факторы, которые способствуют развитию не только мирового рынка слияния и поглощения, но и рынка M&A Российской Федерации:

- глобализация мировой экономики и интеграция между национальными рынками;
- либерализация политики капиталоборота между странами и регионами мира;
- усиление уровня рыночной конкуренции, включая переориентацию с командно-административной до рыночной модели;
- увеличение капитализации банковской системы и финансовых рынков (фондового рынка, в первую очередь).

Но, помимо этих факторов, которые имеют больше внешний характер, существуют причины, по которым необходимо оценивать эффективность сделок слияния и поглощений со стороны факторов внутри предприятий. И как правило, оценивая экономическую эффективность сделок на рынке M&A той же России, мы заметим, что их уровень крайне низок

(доля сделок с эффектом синергии ( $2+2=5$ ) наблюдается в 20 – 30% случаях, когда общемировая практика 40 – 60%) и подтверждает мнение о том, что сделки по слиянию и поглощению многих компаний принесли не положительные изменения, а наличие новых проблем развития их бизнеса.

## Результаты и обсуждения

В мировой и отечественной практике существует два основных подхода к оценке эффективности сделок рынка M&A: количественный и качественный (рисунок 1).



**Рисунок 1 – Основные подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения**

Автор данных подходов выделяет проблему, которая связана с тем, что многие финансовые менеджеры делают оценку эффективности по отдельным методам, но, наиболее рациональным будет комплексное использование различных методов, как количественной группы, так и качественной [Дуболазова, 2015].

Исследования Медведевы А.А. по эффективности сделок слияния и поглощения в телекоммуникационной отрасли России продемонстрировал шокирующие результаты. По работе можно сделать вывод о том, что финансовое состояние компании-покупателя в сфере телекоммуникаций не оказывает влияния на эффективность сделок, а значит, не является ориентиром для инвесторов. Объяснить такие результаты можно тем, что российский сектор телекоммуникаций относительно недавно завершил процесс укрупнения, который происходил путем скупки мелких региональных операторов. В подобных сделках покупатели преследовали

цель экстенсивного развития и не ориентировались на достижение финансовой устойчивости [Медведева, 2016].

Смышляев А.Г. выделяет такие факторы, которые выступают причинами низкого уровня эффективности сделок слияния и поглощения [Смышляев, 2015]:

- отсутствие четкого плана достижения синергии и улучшения отношений руководства;
- отсутствие подотчетности;
- культурные барьеры;
- честолюбие руководства;
- слишком высокая цена сделки.

Т.Н. Седаш в своей научной работе оценивает экономическую эффективность крупнейшей сделки слияния и поглощения мирового и российского рынка между Роснефтью и ТНК. Интересный звучит вывод о том, что на текущий момент эффективности нет, но, в дальнейшем, она обязательно будет, что подтверждает эконометрический анализ различных показателей [Седаш, 2018].

Оценивать эффективность крупнейшей сделки российского рынка M&A между Роснефтью и ТНК можно по показателям рентабельности до и после сделки поглощения (рисунок 2).

Показатель	ОАО «НК «Роснефть»*	ОАО «НК «Роснефть»**	ОАО «ТНК-ВР Холдинг»**	Среднеотраслевое значение
Коэффициент рентабельности совокупных активов ROA	7,10	8,84	24,20	6,07
Коэффициент рентабельности собственного капитала ROE	17,25	15,05	31,18	12,38
Коэффициент рентабельности инвестированного капитала ROIC	9,09	7,86	27,54	9,75
Коэффициент рентабельности оборотных активов $P_{o.a}$	42,16	37,07	76,29	Max
Коэффициент рентабельности основной деятельности $P_{o.d}$	13,90	14,17	24,76	Max
Коэффициент рентабельности продаж по чистой прибыли ROS	10,38	11,08	16,25	9,86

**Рисунок 2 – Показатели рентабельности Роснефти и ТНК до и после сделки поглощения (\* значение после; \*\* значение до)**

В результате, коэффициент рентабельности совокупных активов (ROA) демонстрирует нам снижение с 8,84 до 7,10 компании Роснефти. При этом, у компании ТНК показатели рентабельности были значительно выше, что должно было принести положительный эффект для Роснефти в дальнейшем развитие своего бизнеса [Потанина, 2009, 260].

Работа Лахметкиной Н.И. утверждает о том, что различные методические подходы к оценке эффективности имеют недостатки [Лахметкина, 2015]:

- учитываются только моментальная часть выгоды;
- эффект синергии рассчитывается, как единовременный;
- методы учитывают в основном количественные показатели.

Исходя из анализа научных работ отечественных экономистов, можно сделать определенные выводы [Бровкин, 2017, 10]. Но, необходимо отметить, что возникает вопрос о том, какой же метод оценки экономической эффективности наиболее рациональный для сделок рынка M&A.

Данный вопрос задаются все ученые, но, в результате, многие говорят о различных проблемах, которые делают методы оценки эффективности не рациональными и не обоснованными. Причина, скорее всего, лежит не в призме цифр, статистики, отчетов и банковских расписок. Скорее всего, все исходит из иной стороны.

В первую очередь, обратим внимание на то, что многие ученые отмечают наличие таких проблем, как принятие лишь кратковременного результата, отсутствие мыслей о дальнейших затратах и отсутствие учета дальнейших результатов компаний [Потанина, 2015]. И вот с последним возникает иная проблема. Дело в том, что даже наиболее авторитетные разработки в современном финансовом мире не позволяют провести объективную оценку эффективности сделок слияния и поглощений. Причина исключительно в отсутствие точной информации о будущих периодах.

Изложенные методы включают в себя наличие математических формул, точность которых зависит от каждого значения. Существует высокая вероятность (около 99%) того, что отклонения в значениях формулы будут и тогда ожидания высокого уровня эффективности сделки слияния и поглощения окажется стратегической ошибкой руководства компаний [Хорин, 2018, 12]. Аналогичная ситуация может возникнуть при негативной оценке, когда расчеты показывают, что эта сделка потерпит фиаско, а на самом деле, возможно именно она создала бы условия для создания компании-лидера всего рынка.

Для примера, возьмем стандартную ситуацию с публичной корпорации. Руководство каждой делает прогнозы по выручке, продажам и прибыли на определенный период. Но, как правило, меньше 50% фактических данных совпадают с прогнозами. Также и с методом оценки эффективности [Потанина, 2017, 1139]. Существует высокий уровень вероятности того, что менеджеры ошибутся во время оценки, когда будут закладывать одни данные в будущих периодах, но, в результате, все повернется в иную сторону.

В конечном итоге, стоит согласиться с наличием проблемы в виде отсутствия точных прогнозов о будущих финансовых результатах. Более того, эти прогнозы сложно делать из-за наличия влияния не только самой деятельности предприятий, но и всей окружающей внешней среды (экономика, политика, социальные процессы) [Бровкин, 2010, 30]. Все это в сумме формирует нестабильную модель прогноза оценки экономической эффективности сделок в будущих периодах, а метод оценки лишь по текущим результатам – это в большей степени не рациональный ориентир, а простая формальность, которую направляют инвесторам и акционерам действующих компаний.

## Заключение

Таким образом, можно определить, что основная причина всех проблем оценки эффективности сделок слияния и поглощения – это использование экономических показателей, статистики, математики и эконометрики. Но, достаточно малая роль уделяется иным показателям, которые хоть и иррациональные, и субъективные, но могут нести большую пользу при операции оценки эффективности. Для примера, можно привести слова величайшего инвестора человечества Уоррена Баффета, который за свою жизнь провел свыше сотни сделок на американском рынке M&A. Он утверждал, что отчеты и экономические показатели могут показать сторону компании, где она скрывает свои недостатки, но, чтобы найти ее преимущества и выгоду для своего бизнеса, необходимо смотреть на ее менеджеров, личные качества которых способны, как ликвидировать все недостатки, так и наоборот, сделать с успешной компании будущего банкрота.

Именно поэтому, мы и сталкиваемся с проблемами на рынке M&A, ведь как показывает исследование, сделки поглощения ТНК Роснефтью выглядят выгодной по эконометрическому анализу, но, был совершен главный просчет – не учет особенностей руководства компании Роснефти, ее основных акционеров и той бюрократии, которая заставляет ее занимать не высокие позиции на мировом рынке нефти по показателю рыночной капитализации. А ведь уровень рыночной стоимости акций компании – это основной финансовый показатель результативности сделок слияния и поглощения, который интересует, как действующих, так и перспективных акционеров/инвесторов.

### Библиография

1. Бровкин А.В. Рекомендации по разработке методики оценки социально-экономических эффектов от реализации инфраструктурных проектов / А.В. Бровкин // Финансы и управление. – 2017. – № 3. – 9-16 с.
2. Бровкин А.В. Учет и оценка результатов деятельности негосударственных некоммерческих организаций / А.В. Бровкин // Вестник российского государственного торгово-экономического университета. – 2010. – № 1 (39). – 28-35 с.
3. Владимирова И.Г. Корпоративный менеджмент. Слияния и поглощения компаний. URL: <http://www.cfin.ru/press/management/1999-1/03.shtml> (дата обращения: 29.11.2018).
4. Дуболазова Ю. А. Оценка эффективности слияния и поглощения компаний // Международный научно-исследовательский журнал. – 2015. – №11 (42) – Часть 1.
5. Лахметкина Н.И., Михайлова М.В., Ситдикова М.И. Оценка эффективности сделок M&A // Экономика и современный менеджмент: теория и практика: сб. ст. по матер. XLVIII междунар. науч.-практ. конф. № 4(48). Часть II. – Новосибирск: СибАК, – 2015.
6. Медведева А.А. Анализ эффективности сделок слияний и поглощений в секторе телекоммуникаций // Научные записки молодых исследователей. – 2016. – №1.
7. Потанина Ю. М. Оценка внешних эффектов инвестиционных проектов / Ю.М. Потанина // Экономика и предпринимательство. – 2017. – № 1 (78). – 1136-1142 с.
8. Потанина Ю.М. Анализ показателей финансовой устойчивости и оценка вероятности банкротства компаний [Электронный ресурс] // Менеджмент и контроллинг в условиях нестабильности рынков и внешних угроз : Сборник научных трудов IV Международной научно-практической конференции по контроллингу (Рязань-Москва, 8-9 октября 2015 г.) / НП «Объединение контроллеров» ; под науч. ред. С.Г.Фалько. – Москва, 2015. – Режим доступа: <http://controlling.ru/files/81.pdf>
9. Потанина Ю.М. Технологии стратегического управленческого учета в управлении капиталом компаний / Ю.М. Потанина // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. – 2009. – № 19. – С. 252-263.
10. Саратовский А. Д. Международные волны сделок слияний и поглощений // Мировая экономика, – 2014. – 9-13 с.
11. Седаш Т.Н. Оценка финансовой эффективности сделок слияний и поглощений // Финансовый анализ. URL: <http://1fin.ru/?id=920&ht=9035&w=%D4%EE%ED%E4%EE%EE%F2%E4%E0%F7> (дата обращения: 29.11.2018).
12. Смышляев А.Г. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений // НИГРЭ. – 2015. – №1 (8).
13. Хорин А.Н., Бровкин А.В. Ключевые индикаторы отчета об устойчивом развитии организации / Хорин А.Н., Бровкин А.В. // Теоретическая и прикладная экономика. – 2018. – № 1. – 1-12 с.

### Assessment of financial performance of mergers and absorptions

**Maksim I. Doronichev**

Bachelor,  
Financial University under the Government of the Russian Federation,  
125167, 49/2, Leningradskii av., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: maxdor2011@gmail.ru

**Abstract**

The article discusses the current causes and factors of the market of mergers and acquisitions. Lists the main goals and objectives pursued by companies that enter the market M&A. Analyzed the methodology of evaluation of financial performance of mergers and acquisitions in the global and domestic market. The problem of objectivity of economic analysis on the example of the merger of Rosneft and TNK, which was not effective from the financial assessment, is highlighted.

The accumulated world experience shows that the competitiveness of the national economy and the country is determined in the modern world by the presence and efficiency of large corporate capital. It should be noted that the nature of a firm's ability to effectively manage limited resources, which determines the existence of firms, can be interpreted in different ways. Outside the firm, the efficient allocation of resources is done through a market mechanism. Within the firm, the role of the market is played by an entrepreneur who coordinates production and independently distributes limited resources.

Each enterprise has growth potential from internal and external sources. The internal ones are carried out by increasing the profitability of the assets available to the enterprise, increasing productivity and introducing product innovations. However, in crisis conditions, enterprises have to act mainly in the conditions of sales decline due to lower demand and purchasing power.

**For citation**

Doronichev M.I. (2019) Otsenka finansovoy effektivnosti sdelok sliyaniy i pogloshcheniy [Assessment of financial performance of mergers and absorptions]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 9 (1A), pp. 82-89.

**Keywords**

Financial indicators; market mergers and acquisitions; M & A; stock market; economic efficiency; the financial analysis.

**References**

1. Brovkin A.V. Rekomendatsii po razrabotke metodiki otsenki sotsial'no-ekonomicheskikh effektivnostey ot realizatsii infrastrukturykh proyektov / A.V. Brovkin [Recommendations for the development of a methodology for assessing the socio-economic effects of infrastructure projects / A.V. Brovkin]. *Finansy i upravleniye – Finance and Management*, 2017, no. 3, pp. 9-16.
2. Brovkin A.V. Uchet i otsenka rezul'tatov deyatel'nosti negosudarstvennykh nekommercheskikh organizatsiy / A.V. Brovkin [Accounting and evaluation of the results of the activities of non-governmental non-profit organizations / A.V. Brovkin]. *Vestnik Rossiyskogo gosudarstvennogo torгово-ekonomicheskogo universiteta – Bulletin of the Russian State University of Trade and Economics*, 2010, no. 1 (39), pp. 28-35.
3. Vladimirova I.G. *Korporativnyy menedzhment. Sliyaniya i pogloshcheniya kompaniy. URL* [Corporate management. Mergers and acquisitions of companies. URL]: <http://www.cfin.ru/press/management/1999-1/03.shtml> (data obrashcheniya: 29.11.2018).
4. Dubolazova YU. A. Otsenka effektivnosti sliyaniya i pogloshcheniya kompaniy [Assessment of the effectiveness of mergers and acquisitions of companies]. *Mezhdunarodnyy nauchno-issledovatel'skiy zhurnal – International Scientific Research Journal*, 2015, no.11 (42) – Chast' 1.
5. Lakhmetkina N.I., Mikhaylova M.V., Sitdikova M.I. Otsenka effektivnosti sdelok M&A [Sitdikova M.I. Evaluation of the effectiveness of M & A transactions] *Ekonomika i sovremennyy menedzhment: teoriya i praktika: sb. st. po mater. XLVIII mezhdunar. nauch.-prakt. konf. № 4(48). Chast' II* [Economics and modern management: theory and practice: collection of articles. Art. on mater. XLVIII Intern. scientific-practical conf. No. 4 (48). Part II. - Novosibirsk]. Novosibirsk: SibAK, 2015.
6. Medvedeva A.A. Analiz effektivnosti sdelok sliyaniy i pogloshcheniy v sektore telekommunikatsiy [Analysis of the effectiveness of mergers and acquisitions in the telecommunications sector]. *Nauchnyye zapiski molodykh issledovateley – Scientific notes of young researchers*, 2016, no.1.

7. Potanina YU. M. Otsenka vneshnikh effektivnykh proyektov / YU.M. Potanina [Evaluation of the external effects of investment projects / Yu.M. Potanin]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo – Economy and Entrepreneurship*, 2017, no. 1 (78), pp.1136-1142.
8. Potanina YU.M. Analiz pokazateley finansovoy ustoychivosti i otsenka veroyatnosti bankrotstva kompaniy [Elektronnyy resurs] // *Menedzhment i kontrolling v usloviyakh nestabil'nosti rynkov i vneshnikh ugroz : Sbornik nauchnykh trudov IV Mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii po kontrollingu (Ryazan'-Moskva, 8-9 oktyabrya 2015 g.) / NP «Ob'yedineniye kontrollerov» ; pod nauch. red. S.G.Fal'ko. – Moskva, 2015. – Rezhim dostupa [Analysis of financial stability indicators and assessment of the probability of bankruptcy of companies [Electronic resource] // Management and Controlling in the Conditions of Market Instability and External Threats: Collection of Scientific Works of the IV International Scientific and Practical Conference on Controlling (Ryazan-Moscow, October 8-9, 2015) / NP "Combining Controllers"; under the scientific ed. S. Propulsion Falco. - Moscow, 2015. - Mode of access]: <http://controlling.ru/files/81.pdf>*
9. Potanina YU.M. Tekhnologii strategicheskogo upravlencheskogo ucheta v upravlenii kapitalom kompaniy / YU.M. Potanina [Technologies of strategic management accounting in companies' capital management / Yu.M. Potanin]. *Uchenyye zapiski Rossiyskoy Akademii predprinimatel'stva – Scientific Notes of the Russian Academy of Entrepreneurship*, 2009, no. 19, pp. 252-263.
10. Saratovskiy A. D. Mezhdunarodnyye volny sdelok sliyanij i pogloshchenij [International waves of mergers and acquisitions transactions]. *Mirovaya ekonomika – World Economy*, 2014, pp. 9-13.
11. Sedash T.N. Otsenka finansovoy effektivnosti sdelok sliyanij i pogloshchenij // *Finansovyy analiz. URL* [Assessment of the financial efficiency of mergers and acquisitions // Financial analysis. URL]: <http://1fin.ru/?id=920&ht=9035&w=%D4%EE%ED%E4%EE%EE%F2%E4%E0%F7> (data obrashcheniya: 29.11.2018).
12. Smyshlyayev A.G. Otsenka effektivnosti sdelok sliyanij i pogloshchenij [Evaluation of the effectiveness of mergers and acquisitions]. *NIGRE – NIGRE*, 2015, no.1 (8).
13. Khorin A.N., Brovkin A.V. Klyuchevyye indikatory otcheta ob ustoychivom razvitii organizatsii / Khorin A.N., Brovkin A.V. [Key indicators of the organization's sustainable development report / Khorin A.N., Brovkin A.V.]. *Teoreticheskaya i prikladnaya ekonomika – Theoretical and applied economics*, 2018, no. 1, pp. 1-12.