

УДК/UDC 334.7

## **Анализ теоретико-методологических подходов к оценке синергетического эффекта и влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компании с учетом зарубежного опыта**

Шумнов Иван Алексеевич

студент финансового факультета

Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова

г. Москва, Россия

Церцейл Юлия Сергеевна (научный руководитель)

кандидат экономических наук, доцент базовой кафедры международного права,  
финансов и экономики Китая

Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова

г. Москва, Россия

e-mail: Tsertseil.YS@rea.ru

SPIN-код: 7306-2439

### **Аннотация**

В современных рыночных условиях наблюдается тенденция к увеличению сделок слияния и поглощения, что обусловлено глобализацией мирохозяйственных связей. В статье приводятся данные информационно-аналитического обзора КРМГ за последние 15 лет. Анализируются российские и зарубежные исследования, посвященные указанному вопросу. Отмечается, что существуют различные подходы к классификации синергии. Некоторые ученые выделяют краткосрочный синергетический эффект, скрытые возможности синергии и новые стратегические возможности синергии. Другие подразделяют синергетический эффект на операционный, инвестиционный и финансовый. В заключении авторы приходят к выводу, что сделки слияний и поглощений можно рассматривать с позиции инструмента реализации единой стратегии развития компании, обеспечивающей достижение положительного синергетического эффекта в долгосрочной перспективе.

**Ключевые слова:** сделки слияний и поглощений, синергетический эффект, стоимость компании.

# The analysis of theoretical and methodological approaches to assessing the synergistic effect and the impact of mergers and acquisitions on the company's value, taking into account foreign experience

Shumnov Ivan Alekseyevich

student of the faculty of finance

Plekhanov Russian University of Economics

Moscow, Russia

Tsertseil Yuliya Sergeevna (scientific advisor)

Candidate of Economics, assistant professor of the Basic Department of International Law, Finance and Economics of China

Plekhanov Russian University of Economics

Moscow, Russia

e-mail: Tsertseil.YS@rea.ru

SPIN Code: 7306-2439

## Abstract

In modern market conditions, there is a tendency towards an increase in mergers and acquisitions, which is due to the globalization of world economic relations. The article provides data from the information and analytical review of KPMG over the past 15 years. Russian and foreign studies devoted to this issue are analyzed. It is noted that there are different approaches to the classification of synergies. Some scholars highlight short-term synergies, hidden synergies and new strategic synergies. Others classify synergies as operational, investment, and financial. In conclusion, the authors come to the conclusion that mergers and acquisitions can be viewed from the position of a tool for implementing a unified development strategy for the company, ensuring the achievement of a positive synergistic effect in the long term.

**Key words:** mergers and acquisitions, synergies, company value.

В современных рыночных условиях наблюдается тенденция к увеличению сделок слияния и поглощения, что обусловлено глобализацией мирохозяйственных связей. Сформировавшиеся условия конкурент-

ных взаимоотношений во многом вынуждают компании реализовывать все более агрессивные стратегии повышения своего производственного, финансово-экономического, интеллектуального потенциала и успешности, используя сделки поглощения и слияний.

Согласно информационно-аналитическому обзору КРМГ [1] рынка сделок слияний и поглощений за период с 2014 по 2020 гг. диапазон варьирования количества сделок слияний и поглощений составил 470–670 ед. При этом наименьшее количество сделок было зафиксировано на российском рынке в 2015 г., а наибольшее — в 2019 г. Однако в стоимостном выражении диапазон варьирования объема сделок слияний и поглощений, без учета мегасделок, составил 48,7–79,0 млрд долл., при этом наименьшее значение было зафиксировано в 2020 г., а наибольшее — в 2014 г. Если рассматривать динамику развития российского рынка слияний и поглощений по типам сделок, то следует отметить, что в стоимостном и количественном соотношении преобладают внутренние сделки: в стоимостном объеме диапазон варьирования составил 33,5–57,3 млрд долл., где наименьшее значение приходится на 2018 г., а наибольшее — на 2014 г., в количественном выражении данный диапазон составил 347–528 ед., где наименьшее значение приходится на 2015 г., а наибольшее — на 2018 г.

Проблемам анализа сделок слияний и поглощений в настоящее время посвящено достаточно большое количество работ как в России, так и за рубежом. Так, вопросы сделок слияний и поглощений отражены в работах следующих зарубежных ученых: Уильям Уоллес, Питер Моулс, Инесе Мавлютова, Григорий Олевский, Каролис Андрюшкявичюс, Далия Штреймикене и др.

Уильям Уоллес и Питер Моулс [2] рассматривают теоретико-методологические составляющие сделок слияний и поглощений, в частности выделяют ключевые драйверы роста сделок слияний и поглощений, к которым относят:

- 1) специальные навыки и/или умения,
- 2) национальные и международные фондовые рынки,

- 3) глобализацию,
- 4) диверсификацию,
- 5) национальную и международную консолидацию,
- 6) давление со стороны промышленного сектора,
- 7) снижение производственных мощностей,
- 8) вертикальную интеграцию,
- 9) стремление к приобретению нового рынка или клиентской базы,
- 10) растущий рынок или отрасль рынка с целью дальнейшего приобретения.

Инесе Мавлютова и Григорий Олевский [3] в своем исследовании рассматривают ситуацию экономического спада национальной экономики, выражающуюся в отсутствии темпов роста ВВП и наличии дефицита бюджета, что влечет за собой присутствие иностранных инвесторов на национальном рынке и стремление стоимости сделок слияния и поглощений к минимуму.

Каролис Андрюшкявичюс, Даля Штреймикене [4] в своем исследовании приводят определение движущих сил процессов слияния и поглощения на основе модели PESTLE, включающей совокупность политических, экономических, социальных, технологических, законодательных факторов, а также окружающей среды. Также авторы отмечают смещение целей проведения сделок слияний и поглощений за период с 1995 по 2020 гг.: если за период с 1995 г. по 2010 г. основная масса анализируемых сделок проводилась для достижения положительного синергетического эффекта, а также оптимизации (минимизации) производственных затрат, то за последнее десятилетие компании осуществляют слияния и поглощения в поисках возможностей роста, обеспечения предложения и отражения спроса для «зеленой» экологии, в частности постоянных изменений в природе энергии.

Существует достаточно большое количество работ, посвященных анализу и оценке влияния сделок слияний и поглощений на стоимость объединенного бизнеса, что предполагает определение стоимости приобретенного бизнеса и синергетического эффекта от совершенной сделки.

Так, в работе Л. С. Будовича и Ю. В. Старцевой [5] вводится понятие стоимости, которую получает приобретающая компания, и данная категория является внутренней стоимостью компании-цели как отдельного бизнеса. При этом необходимо учитывать, что приобретающая компания уплачивает определенную цену за компанию-цель, которая может быть как с дисконтом, в связи с какими-то ожидаемыми или даже выявленными рисками, так и с премией в связи с ожиданием будущих экономических выгод. Таким образом, дополнительная стоимость для приобретающей компании создается в том случае, если внутренняя стоимость компании-цели превышает фактическую цену приобретения.

Однако помимо внутренней стоимости самой компании-цели объединенный бизнес может рассчитывать на эффект синергии от приобретения, которая выражается в дополнительном увеличении денежных потоков покупателя, повышающем денежные потоки исходной компании-цели. Можно выделить несколько классификаций синергетического эффекта. Так, в исследовании А. О. Егоровой [6] говорится о разделении на краткосрочный синергетический эффект, скрытые возможности синергии и новые стратегические возможности синергии.

Краткосрочный синергетический эффект представляет собой текущее повышение операционной эффективности за счет синергии доходов или синергии затрат. Синергия доходов связана с такими преимуществами, как увеличение доли рынка различными стратегиями кросс-продаж и совместными инновациями двух прежде независимых компаний. В результате этих преимуществ доходы объединенного бизнеса могут быть больше, чем доходы каждого из них по отдельности до слияния.

Синергия затрат, напротив, связана с сокращением затрат объединенной организации по сравнению с затратами отдельных компаний. Ее достижение возможно за счет улучшения условий договоров с поставщиками за счет больших объемов, сокращения численности персонала и, как следствие, снижения себестоимости.

Скрытые возможности синергии представляют собой дополнительные возможности для оптимизации операционной деятельности, кото-

рые открываются при интеграции двух компаний в единый бизнес. Данная процедура приводит к необходимости переработки существующих бизнес-процессов, что также может положительно отразиться на деятельности объединенного предприятия как путем увеличения доходов, так и за счет сокращения расходов. Скрытые возможности синергии, как правило, менее очевидны, чем краткосрочные синергетические эффекты, поскольку их эффективность напрямую зависит от действий менеджмента после интеграции, однако их тоже необходимо учитывать.

Наконец, новые стратегические возможности синергии — это будущие возможности компании, которые связаны с объединением конкурентных преимуществ двух компаний. Примерами таких новых стратегических возможностей могут быть выходы на новые рынки сбыта или выпуск новых продуктов.

Другой подход к классификации синергии — это классификация по видам эффекта. Так, Е. С. Боярникова, Н. Н. Ткаченко [7] выделяют три основных вида синергетического эффекта: операционный, инвестиционный и финансовый.

Операционный синергетический эффект проявляется в увеличении доходов и снижении расходов объединенного предприятия по сравнению с отдельными компаниями. Фактически операционный эффект является краткосрочным синергетическим эффектом в классификации выше. Инвестиционный эффект представляет собой увеличение объема ресурсов, доступных для инвестиционной деятельности. В то же время Л. С. Будович и Ю. В. Старцева [5] считают инвестиционный эффект разновидностью операционного и не выделяют в отдельную категорию. Тем не менее по своей сути инвестиционный эффект отличается от операционного, в связи с чем, на наш взгляд, имеет смысл выделить его отдельно. Финансовый эффект представляет собой изменения, связанные с оптимизацией структуры финансирования, изменением доступности источников финансирования, улучшением финансового рейтинга, снижением налоговой нагрузки. Таким образом, финансовый эффект представляет собой изменения, связанные с финансовым состоянием предприятия.

Эффект синергии является важным мотивом для вступления в сделку слияний и поглощений. Менеджмент, вступая в сделку, зачастую рассчитывает именно на повышение стоимости своего бизнеса и положительные синергетические эффекты от сделки. В то же время далеко не все сделки в итоге приводят к получению положительного синергетического эффекта. В научной литературе нет однозначного мнения о том, какие факторы и причины оказывают воздействие на получение указанного эффекта и насколько этот эффект в целом является значимым и устойчивым.

В качестве причин, по которым сделка может не привести к достижению положительного синергетического эффекта, выделяют следующие:

- 1) присоединение неэффективной компании с недостаточно выстроенной операционной структурой и системой управления;
- 2) неудачные действия менеджмента по интеграции компании-цели в бизнес компании-покупателя, в результате чего преимущества, связанные с приобретением, фактически не удается использовать;
- 3) неверная оценка стоимости и потенциала компании, в результате чего компания-цель приобретается за более высокую цену, которая не позволяет обеспечить прирост стоимости за счет внутренней стоимости компании, а также завышенные ожидания менеджмента от сделки.

Стоит также упомянуть об основных механизмах синергетического эффекта, а именно о том, каким образом в научной литературе объясняется данный эффект. Например, в работе Анны Гарумовой [8] в качестве основных механизмов выделяются следующие:

- 1) экономия от масштаба;
- 2) экономия на финансировании;
- 3) использование лучших практик управления (после совершения сделки компании могут выбирать и встраивать лучшие управ-

ленческие практики из объединившихся компаний, повышая таким образом качество корпоративного управления);

- 4) увеличение доли на рынке;
- 5) концентрация нематериальных активов.

Влияние сделок слияний и поглощений на стоимость компании и синергетический эффект от таких сделок являются темой достаточно большого количества научных публикаций. При этом выделяются различные подходы к оценке стоимости и синергетического эффекта, в связи с чем представляется необходимым рассмотреть эти работы подробнее.

Часть публикаций основана на значительных выборках данных и пытается оценить влияние различных параметров на стоимость объединенной компании и синергетический эффект посредством эконометрических моделей. Среди таких работ можно выделить, например, статью Иша Гупта, Нандита Мишра и Налиниправа Трипати, [9] в рамках которой авторы на выборке из 64 сделок, происходивших в Индии за период 2012–2018 гг., анализировали возникновение синергетического эффекта и добавочной стоимости для предприятия после сделки. Основной тестируемой гипотезой в рамках данной работы являлось наличие положительного синергетического эффекта на деятельность приобретающей компании. В качестве индикатора синергетического эффекта авторы использовали изменение в объеме продаж (выручки). При этом для отслеживания отложенного эффекта в эконометрическую модель была также добавлена независимая переменная синергетического эффекта за прошлые периоды.

Полученные результаты оценки эконометрической модели свидетельствуют, по мнению авторов, о том, что на синергетический эффект положительно влияют расходы компаний на проведение НИОКР, прибыльность приобретаемой компании и ее рыночная капитализация. Коэффициент Q-Тобина и ликвидность приобретаемой компании оказывают обратный эффект на синергетический эффект. В целом исследование авторов показывает наличие значительного синергетического эффекта в рамках сделок слияний и поглощений на рынке Индии в анализируемом



периоде, однако выделяется ряд ограничений, связанных с представленным исследованием, таких как ограничение выборки публичными компаниями и необходимость более детального изучения отложенного влияния синергетического эффекта на будущие периоды.

В другой работе Иво Христов и Антонио Кирико [10] анализировали изменения в стоимости компании (enterprise value) в течение определенного периода после сделки и влияние различных факторов на эти изменения на выборке из 73 сделок в фармацевтической отрасли США за 2013–2015 гг. В качестве основных факторов, влияющих на капитализацию, были рассмотрены;

- 1) размер компании-цели, который оценивался как объем продаж, показатели прибыльности;
- 2) расходы на НИОКР компании-цели.

По результатам исследования авторы сделали вывод о наличии положительного эффекта от размера компании-цели и ее расходов на НИОКР на стоимость капитализацию компании после сделки. В то же время согласно данному исследованию влияние прибыльности компании-цели на капитализацию объединенной компании оказалось незначимым.

Следующий подход к оценке влияния сделок слияний и поглощений на стоимость объединенной компании представлен в работе Каролис Андриюшкявичюса [11]. Влияние на стоимость оценивается исходя из изменений курса акций от даты объявления сделки. Автор отмечает, что согласно теории рынков в момент появления новостей о сделке рынок автоматически корректирует цену в соответствии с ожиданиями инвесторов от объявленной сделки. В связи с этим, по мнению автора, одним из подходов к оценке влияния сделки на рыночную стоимость компании может быть анализ изменения курса акций на рынке в момент объявления о сделке, когда рынок оценивает ожидаемый эффект от сделки. Основным недостатком этого метода является то, что он может быть применим только к публичными компаниям, ценные бумаги которых торгуются на бирже.

Для целей оценки влияния сделок на стоимость ценных бумаг компании Каролис Андриюшкявичюс использует метод избыточной средней доходности, которая рассчитывалась как отклонение фактической доходности от ожидаемой на различных временных интервалах вокруг даты объявления о сделке. По результатам своей работы автор приходит к выводу, что объявление о намерениях совершить сделку в среднем повышало стоимость акций компаний на рынке в течение трех дней с момента объявления. Таким образом, объявление о сделке в краткосрочном периоде повышало стоимость компании. В то же время, как отмечает сам автор, относиться к полученным результатам с целью практического использования следует с осторожностью. Все работы, основанные на оценке избыточной средней доходности вокруг объявления о сделке, фактически представляют собой оценку инвесторами новостей о сделке, однако не говорят ничего об эффективности и успешности сделки уже после ее совершения. Таким образом, рост рыночной стоимости компании-покупателя после объявления о сделке может оказаться краткосрочным и не быть связанным с фактическими обстоятельствами присоединения.

В уже упомянутой ранее работе Анна Гарумова [8] для оценки синергетического эффекта от совершения сделки слияния и поглощения предлагается использовать «модель Н», которая основана на основе оценки стоимости компании доходным подходом. Для этого рассчитываются дисконтированные денежные потоки, исходя из прогнозов и предположений отдельно для компаний А и Б, после чего аналогичные расчеты делаются для объединенной компании после слияния без учета синергии, предполагая, что прогнозные значения будущих периодов объединенной компании представляют собой средневзвешенные значения каждой из отдельных компаний, а ее финансовые показатели, такие как выручка или затраты, складываются без каких-либо коэффициентов из двух независимых компаний. В качестве прогнозных значений объединенной компании с учетом эффекта синергии в данном исследовании автор предлагает использовать максимальное значение из двух компаний. После этого рассчитывается разница между дисконтированной стоимостью объеди-

ненной компании с учетом синергии и без учета синергии. Полученная разница и является, по мнению автора, денежной оценкой синергетического эффекта.

Таким образом, можно отметить, что сделки слияний и поглощений можно рассматривать с позиции инструмента реализации единой стратегии развития компании, обеспечивающей достижение положительного синергетического эффекта в долгосрочной перспективе.

### Список литературы

1. Информационно-аналитический обзор KPMG. Рынок слияний и поглощений в России в 2020 г. // KPMG. URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2021/02/ru-ru-ma-survey-2020-fin.pdf> (дата обращения: 12.06.2021).
2. Wallace W., Moles P. Mergers and Acquisitions // Edinburgh Business School. URL: [https://ebs.online.hw.ac.uk/EBS/media/EBS/PDFs/Mergers-Acquisitions-Course-Taster.pdf?fbclid=IwAR1ET6wG5WCEXfheBPt5FwHFRKpIh7peJbjL-Dsl\\_TjbaP3QDdFlcNcDYIE](https://ebs.online.hw.ac.uk/EBS/media/EBS/PDFs/Mergers-Acquisitions-Course-Taster.pdf?fbclid=IwAR1ET6wG5WCEXfheBPt5FwHFRKpIh7peJbjL-Dsl_TjbaP3QDdFlcNcDYIE) (дата обращения: 12.06.2021).
3. Mavlutova I., Olevsky G. Mergers and Acquisitions (M&A) as Modern Ways of Investments // International Journal in Economics and Business Administration. 2015. Vol. III. Issue 4. Pp. 72–83.
4. Andriuškevičius K., Štreimikiene D. Developments and Trends of Mergers and Acquisitions in the Energy Industry // MDPI. URL: <https://doi.org/10.3390/en14082158> (дата обращения: 12.06.2021).
5. Будович Л. С., Старцева Ю. В. Оценка стоимости компании в процессе слияния и поглощения // Вестник Академии. 2019. № 1. С. 26–35.
6. Егорова А. О. Влияние сделок слияния и поглощения на рыночную стоимость компании-цели и компании-захватчика // Политика, экономика и инновации. 2020. № 1 (30). С. 1–5.
7. Боярникова Е. С., Ткаченко И. Н. Сделки слияния и поглощения как инструмент достижения эффекта синергии // Материалы Международной научно-практической конференции «Проблемы развития корпоративного управления и бизнеса» (Екатеринбург, 15 ноября 2018 г.). Екатеринбург: Уральский государственный экономический университет, 2019. С. 114–118.
8. Harumová A. Model N application to determine synergic effects on merger and acquisition // Current Problems of the Corporate Sector. 2020. P. 83.
9. Gupta I., Mishra N. & Tripathy N. The Impact of Merger and Acquisition on Value Creation: An Empirical Evidence // The Importance of New Technologies and

Entrepreneurship in Business Development: In The Context of Economic Diversity in Developing Countries: The Impact of New Technologies and Entrepreneurship on Business Development. 2021. No. 194. Pp. 1435–1456.

10. Hristov I.V.O, Chirico A. A Company Valuation in Mergers and Acquisitions (M&A): Empirical Evidence from Pharmaceutical Companies Listed on the New York Stock Exchange // Conference: The 6th Academic International Conference on Business, Economics and Management - AICBEM 2019, Oxford.

11. Andriuškevičius K. Comparison of Value Creation through M&A in European Union // Engineering Economics. 2019. № 30 (2). Pp. 187–194.

### References

1. Information and analytical review of KPMG. The market of mergers and acquisitions in Russia in 2020 // KPMG. URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2021/02/ru-ru-ma-survey-2020-fin.pdf> (date of access: 12.06.2021).

2. Wallace W., Moles P. Mergers and Acquisitions // Edinburgh Business School. URL: [https://ebs.online.hw.ac.uk/EBS/media/EBS/PDFs/Mergers-Acquisitions-Course-Taster.pdf?fbclid=IwAR1ET6wG5WCEXfheBPt5FwHFRKpIh7peJbJL-Dsl\\_TjbaP3QDdFlcNcDYIE](https://ebs.online.hw.ac.uk/EBS/media/EBS/PDFs/Mergers-Acquisitions-Course-Taster.pdf?fbclid=IwAR1ET6wG5WCEXfheBPt5FwHFRKpIh7peJbJL-Dsl_TjbaP3QDdFlcNcDYIE) (date of access: 12.06.2021).

3. Mavlutova I., Olevsky G. Mergers and Acquisitions (M&A) as Modern Ways of Investments // International Journal in Economics and Business Administration. 2015. Vol. III. Issue 4. Pp. 72–83.

4. Andriuškevičius K., Štreimikiene D. Developments and Trends of Mergers and Acquisitions in the Energy Industry // MDPI. URL: <https://doi.org/10.3390/en14082158> (date of access: 12.06.2021).

5. Budovich L. S., Startseva Yu. V. Assessment of the company's value in the process of mergers and acquisitions // Bulletin of the Academy. 2019. No. 1. Pp. 26–35.

6. Egorova A. O. The influence of mergers and acquisitions on the market value of the target company and the invader company // Politics, Economics and Innovation. 2020. No. 1 (30). Pp. 1–5.

7. Boyarnikova E. S., Tkachenko I. N. Mergers and Acquisitions as a Tool to Achieve Synergy Effect // Proceedings of the International Scientific and Practical Conference "Problems of Corporate Governance and Business Development" (Yekaterinburg, November 15, 2018). Yekaterinburg: Ural State University of Economics, 2019. Pp. 114–118.

8. Harumová A. Model H application to determine synergic effects on merger and acquisition // Current Problems of the Corporate Sector. 2020. P. 83.

9. Gupta I., Mishra N. & Tripathy N. The Impact of Merger and Acquisition on Value Creation: An Empirical Evidence // The Importance of New Technologies and

Entrepreneurship in Business Development: In The Context of Economic Diversity in Developing Countries: The Impact of New Technologies and Entrepreneurship on Business Development. 2021. No. 194. Pp. 1435–1456.

10. Hristov IVO, Chirico A. A Company Valuation in Mergers and Acquisitions (M&A): Empirical Evidence from Pharmaceutical Companies Listed on the New York Stock Exchange // Conference: The 6th Academic International Conference on Business, Economics and Management - AICBEM 2019, Oxford.

11. Andriuškevičius K. Comparison of Value Creation through M&A in European Union // Engineering Economics. 2019. No. 30 (2). Pp. 187–194.