ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Е. М. Петрикова, Л. А. Кошкарёва

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

В настоящее время для России сделки слияний и поглощений (merger and acquisition – M & A) не теряют свою актуальность из-за необходимости поиска дополнительных источников финансирования на российском рынке капиталов, повышения финансовой стабильности и устойчивости российской экономики и финансового рынка. В статье исследованы вопросы оценки финансовой эффективности сделок слияний и поглощений, выявлены определяющие факторы эффективности механизма проведения сделок слияний и поглощений с публичными компаниями-покупателями, а также разработаны рекомендации, направленные на повышение эффективности механизма слияний и поглощений на рынке. Кроме того, авторами рассмотрены и выделены преимущества и недостатки каждого из методов финансирования сделок слияний и поглощений, разработана методология оценки и расчетная модель оценки финансовой эффективности разных способов финансирования сделок слияний и поглощений, даны рекомендации по выбору способов финансирования на основе обоснования выбора мультипликаторов в рамках разработанной авторами расчетной модели оценки. Проведено тестирование на пригодность применения этой модели путем ее расчета для двух завершенных в 2018 г. сделок слияний и поглощений.

Ключевые слова: финансовая эффективность, оценка эффективности, финансовая модель, мультипликаторы.

SPECIFIC FEATURES OF ASSESSING FINANCE EFFICIENCY OF DEALS ON RUSSIAN M & A MARKET

Elena M. Petrikova, Liudmila A. Koshkareva

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Today M & A deals are still acute for Russia because of the necessity to search for additional sources of finance on Russian market of capital, raising finance stability and sustainability of Russian economy and finance market. The article studies problems dealing with assessment of finance efficiency of M & A deals, identifies key factors of the efficiency of M & A deals' mechanism in case of public companies-buyers and designed recommendations aimed at raising effectiveness of M & A mechanism on market. Apart from that the authors showed advantages and drawbacks of each method of financing M & A deals and put forward methodology of assessing and the calculation model for estimating finance efficiency of different ways of financing M & A deals and provided recommendations for choosing methods of financing on the basis of multiplier selection substantiation within the frames of the calculation model designed by the authors. The use of this model was tested by its calculation for two M & A deals made in 2018.

Keywords: finance efficiency, efficiency estimation, finance model, multiplier.

Несмотря на ухудшение макроэкономических возможностей для привлечения в Россию иностранных инвестиций, отсутствие фондирования на иностранных (в первую очередь

западных) рынках капитала и, как результат, финансирования крупных инвестиционных проектов на длительный период времени, а также модернизации существующих производственных комплексов,

у многих участников рынка появились новые возможности по приобретению интересующих их активов по более низким ценам, чем во время экономического роста [1]. Как показывают тенденции развития мировой экономики за последние десять лет, именно на периоды структурной перестройки экономики, новой волны технологической революции, промышленных кризисов и подъемов приходится существенная доля сделок слияний и поглощений, которые зачастую являются катализатором последующего развития экономики и финансового рынка. Посредством проведения этих сделок привлекаются средства инвесторов, происходит увеличение стоимости компаний, устраняются слабые

стороны и укрепляются сильные по отношению к конкурентам.

В истории современной России было уже несколько волн сделок слияний и поглощений, первая из которых появилась в результате долгового кризиса 1998 г., вторая волна – с 2003 г., вызванная высокими ценами на нефть и, как следствие, большими доходами от экспорта. К 2005 г. сумма сделок достигла максимума, однако продержался рынок всего лишь до мирового финансово-экономического кризиса 2008 г., который обвалился в 2009 г. на 65%, в то время как число сделок, совершенных в этот период, выросло на 155% (рис. 1). Именно в 2009 г. было совершено рекордное за последние 11 лет (начиная с 2007 г.) количество сделок – 1 612.

Рис. 1. Объем и число сделок М & А с участием российских компаний

Составлено по данным отчета по сделкам слияний и поглощений с участием российских компаний агентства Thomson Reuters, 2018 г. – URL: www.thomsonreuters.ru

К 2011 г., после обвала в 2009 г., объем сделок достиг наибольшего значения за последние 7 лет и составил 46 млрд долларов, что больше показателей 2009 г. на 119%. После 2011 г. наблюдается стабильно ниспадающий тренд как по объему, так и по числу сделок, достигнув рекордно низких показателей в 2015 г. в связи с ухудшением отношений в 2014 г. с западными

странами ввиду введения финансово-экономических санкций, падения цен на нефть и, как следствие, обвала курса рубля в два раза по сравнению с аналогичным периодом и повышения ключевой ставки до 17% в 2015 г.

На сегодняшний день международный и отечественный рынок слияний и поглощений характеризуется увеличением ак-

тивности ввиду негативного влияния мировых финансово-экономических санкций, уменьшения объемов российского производства, а также снижения цен на нефть. Суммарный объем сделок за первое полугодие 2018 г. составил 13,48 млрд долларов, что является рекордом с 2014 г. по сравнению с 5,7 млрд долларов в первом полугодии 2017 г., а объем сделок, проведенных с участием только российских компаний, составляет 6,4 млрд долларов против 2,7 млрд долларов за тот же период 2017 г.

В сделках слияний и поглощений с российскими компаниями, на основании данных Thomson Reuters за 2018 г., в лидеры

стран (экономических зон) по объему поглощенных российских активов вошли Япония, Британские Виргинские острова и Великобритания, однако по числу сделок тройка лидеров выглядит иначе: Британские Виргинские острова, Франция, Гонконг (рис. 2). Для российских компаний наиболее привлекательными с точки зрения объемов сделки стали следующие страны с их активами: Швейцария (654 млн долл.), США (368 млн долл.), Сербия (36 млн долл.), Великобритания (35 млн долл.), Турция (25 млн долл.), Кипр (5 млн долл.).

Рис. 2. Объем и количество сделок со странами, активно участвующими в сделках слияний и поглощений с российскими компаниями в качестве покупателей

Составлено по данным отчета по сделкам слияний и поглощений с участием российских компаний агентства Thomson Reuters, 2018 г. – URL: www.thomsonreuters.ru

Увеличение активности является также следствием выбора многими компаниями стратегии неограниченного роста за счет реализации сделок слияний и поглощений, несмотря на то, что этот рынок является пока еще молодым и развивающимся. С учетом данной стратегии на финансовую эффективность проведенной сделки оказывает влияние выбор способа ее фи-

нансирования. Первоначально для определения наиболее предпочтительного способа финансирования компанией-покупателем должна быть проведена оценка собственной финансовой деятельности, а именно [4]:

– собственного капитала компании-покупателя;

- активов в случае использования заемных средств;
- соотношения между заемным и собственным капиталом компании-покупателя;
- текущих финансовых обязательств компании-покупателя.

На основании оценки собственной финансовой деятельности выявляется наличие возможности получения новых займов и свободных денежных средств.

Затем определяется способ финансирования сделок слияний и поглощений (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Сравнение способов финансирования сделок слияний и поглощений

Способ финансирования	Инструменты	Преимущества	Недостатки
Самостоятельно	С помощью собственных средств	Стоимость сделки фиксируется	Изъятие денежных средств из оборота
Заемное	С помощью кредитов, облигаций	Позволяет не изымать денежные средства из оборота	Появляется нагрузка по обслуживанию долга
По долям	С помощью дополнительного размещения акций	Наименее рискованный способ финансирования, позволяет оставлять собственные денежные средства в обороте	Может вызывать размытие прибыли на акцию (EPS), дополнительные затраты на эмиссию
Смешанно	С помощью привилегированных, конвертируемых акций и т. д.	Наименее рискованный способ финансирования, позволяет оставлять собственные денежные средства в обороте, не вызывает размытие EPS	Дороже, чем вариант по долям, из-за обслуживания и выплат, также несет затраты на эмиссию

Сделки слияний и поглощений, относясь согласно законодательству Российской Федерации к капиталовложениям, могут быть профинансированы за счет:

- собственных средств и резервов компании-покупателя;
- привлеченных или заемных средств;
- средств, генерируемых объединениями компаний в установленном порядке;
- бюджетных и внебюджетных фондов.

Отличительной особенностью представленных способов финансирования является распределение риска по сделке. Например, при самостоятельном финансировании за счет собственных средств стоимость сделки фиксируется для всех сторон-участниц. При оплате с помощью ценных бумаг, например акций, цена варьируется от момента соглашения до момента закрытия сделки, что создает дополнительные риски для сторон – участниц сделки. При фиксации стоимости сделки существуют риски для компании-покупателя в случае падения цены акций приобретаемой компании. Если используется

фиксированный коэффициент обмена, то риски возникают у компании, которую приобретают. Однако такие сделки не носят массовый характер и являются редкостью.

В то же время использование заемных средств (посредством кредитов или облигаций) с целью финансирования может быть использовано по причине отсутствия достаточного количества свободных денежных средств, которые могут быть без убытков изъяты.

Смешанное финансирование осуществляется с использованием инструментов с признаками акционерного и заемного капитала одновременно, к которым относятся варранты, привилегированные акции, конвертируемые акции и др. [5].

Таким образом, центральным вопросом при реализации сделок слияний и поглощений является выбор источников финансирования. В текущих нестабильных условиях пребывания российской экономики и ее высокой зависимости от доступности фондирования на западных рынках необ-

ходима оценка финансовой эффективности сделок с целью выбора наиболее оптимальных для структурирования и, как итог, финансирования. Авторами разработана методология оценки финансовой эффективности сделок слияний и поглощений с помощью рыночных мультипликаторов.

На рис. 3 приведен алгоритм расчетной модели по оценке финансовой эффективности сделок слияний и поглощений на

рынке. За основу алгоритма была взята методология оценки, изложенная на интернет-портале wallstreetprep, основанная на допущении о том, что по характеру влияния на стоимость сделки слияний и поглощений делятся на увеличивающие и уменьшающие стоимость акции (Earnings Per Share – EPS), в связи с чем именно с помощью этого показателя проводится оценка финансовой эффективности сделок.

Рис. 3. Алгоритм расчета оценки финансовой эффективности сделки

С целью повышения точности оценки финансовой эффективности сделки и адаптации ее к российскому рынку слияний и поглощений указанная методология была переработана и разработана модифицированная модель, содержащая помимо оценки EPS оценку риска изменения стоимости акций рассматриваемых компаний-покупателей, а также набор мультипликаторов и рекомендаций, которые, по нашему мнению, помогут сохранить инвестиционную привлекательность компаний-покупателя.

Анализ финансовой эффективности от сделок слияний и поглощений включает следующие этапы:

1. Определение стоимости сделки по приобретению компании по следующей формуле: *Прогнозное количество котируемых акций = Цена за акцию предполагаемой к приобретению компании · Количество ее акций, находящихся в обращении.*

2. Структурирование источников финансирования сделки: определение соотношения между наличными выплатами, выплатами с помощью акций, привлеченных и заемных средств. Если для проведения сделки слияния или поглощения выпущены новые акции в обращение, то их необходимо учесть при структурировании сделки.

3. Расчет прогнозной выручки после приобретения компании по формуле: *Про-*

гнозная выручка = Текущая выручка компании-покупателя + Таргетируемая выручка + Синергетический эффект от объединения компаний – Затраты на обслуживание долга (включая затраты на проведение сделки). При этом необходимо оценить каждый из использованных в формуле показателей:

- оценить синергетический эффект от сделки, который может быть реализован при объединении двух компаний. Данный этап является важным аспектом оценки финансовой эффективности сделки слияния и поглощения, поскольку синергия является противовесом понесенным затратам на премии и транзакционные издержки. Следует оценивать количество ежегодных синергетических эффектов после уплаты налогов, будь то сокращение накладных расходов, производственная синергия, эффективность распределения и т. д. Оценка синергетического эффекта обычно определяется экспертно;

- рассчитать дополнительные расходы по уплате процентов по новому долгу, сформированному в рамках сделки слияния и поглощения (не учитываются выплаты по старым долгам компаний). Оценка проводится исходя из оценки денежных потоков компании после уплаты налогов по любому дополнительному долгу, взятому компанией-покупателем для финансирования сделки приобретения;

- оценить расходы на проведение сделки, для чего необходимо рассчитать расходы на планируемую сделку слияния и поглощения после уплаты налогов, оказываемые отрицательное влияние на чистый доход в период после приобретения компании в результате слияния или поглощения. В затраты на проведение сделки могут включаться консультационные услуги, расходы на выпуск акций, привлечение кредита и займа и т. д.

4. Расчет прогнозного уровня прибыли на акцию (EPS) по формуле: $EPS = \text{Прогнозная выручка} / \text{Прогнозное количество котирующихся акций}$. Для расчета EPS используется чистая прибыль объединенного бизнеса, которая делится на число акций по-

сле приобретения с учетом расходов на проведение сделки.

5. Оценка финансового эффекта от сделки слияния и поглощения по формуле: $\text{Оценка эффективности EPS (в \%)} = (\text{Ожидаемый EPS} / \text{Текущий EPS компании-покупателя}) - 1$.

Результаты расчета для акционеров покупателя могут быть:

- положительные – приобретение является финансово выгодным;
- отрицательные – приобретение сокращает прибыль и даже может генерировать отрицательные финансовые результаты.

6. Оценка чувствительности эффективности финансирования сделки в зависимости от соотношения цены предложения на акцию и процента используемых акций в финансировании сделки.

С целью учета риска волатильности цены акций и минимизации его эффекта на финансовую эффективность проведения сделки в модели просчитывается величина убытков с вероятностью уровня доверительного интервала 99% методом Value at Risk (VaR), который представляет собой статистический метод оценки максимально возможных потерь портфеля при известном распределении факторов рынка за рассматриваемый временной период во всех возможных случаях, исключая маленький процент ситуаций. Основными параметрами VaR при расчете риска волатильности цены акций являются рассматриваемый отрезок времени (период, в который производится оценка риска); доверительный интервал (величина вероятности, при которой считается, что потери не будут больше определенной величины), величина которого принимается как 99%; базисная валюта (или валюта расчета VaR).

Для оценки доходности изменения достаточности капитала и степени недооцененности рассчитываются следующие рыночные мультипликаторы до и после проведения сделки слияния и поглощения [4; 8]:

– P/E (price to earnings) – мультипликатор, показывающий отношение рыночной цены акции к чистой прибыли на одну акцию. По сути, данный мультипликатор показывает срок окупаемости сделки по покупке компании. Если значение варьируется от 0 до 5, то это показывает, что компания недооценена, а если значение больше 5, то это свидетельствует о переоценке компании;

– E/P (earnings to price) – мультипликатор, демонстрирующий доходность в годовых процентах, получаемую инвестором в виде чистой прибыли;

– P/S (price to sales) – мультипликатор, определяемый делением рыночной цены акции на выручку, приходящуюся на одну акцию. Значение данного мультипликатора меньше 1 указывает на недооцененность компании, и наоборот;

– P/BV или P/B (price to book value) – мультипликатор, демонстрирующий соотношение собственного капитала (или балансовой стоимости) компании и ее капитализации на фондовой бирже. Его значение больше 1 свидетельствует о том, что, покупая акции такой компании, покупа-

тель переплачивает; если значение варьируется от 1 до 0, то это указывает на возможность покупки акций с дисконтом; значение меньше 0 указывает на большое количество долгов у компании и риск банкротства. Мультипликатор P/B демонстрирует эффективность инвестированных средств акционеров по сравнению с коэффициентом требуемой доходности. С его увеличением повышается эффективность управления акционерным капиталом компании.

Математически может быть определена неявленная зависимость между мультипликатором P/B и коэффициентом достаточности собственного капитала компании/банка (capital adequacy rate – CAR). Упрощенно коэффициент CAR рассчитывается как отношение собственных средств (капитала) к активам компании/банка, которые могут быть скорректированы на резервы на возможные потери (если они создаются) [10]. В табл. 2 приведены рекомендации по составу показателей для оценки финансовой эффективности сделок слияний и поглощений.

Таблица 2

Рекомендации по составу показателей для оценки результатов расчета модели оценки эффективности сделок слияний и поглощений

Рекомендация	Эффект от рекомендации
EPS – максимально положительный	Делает компанию инвестиционно привлекательной, свидетельствует о ее финансовой эффективности
P/E как 0 : 5	Позволяет определить переоцененность или недооцененность компании после проведения сделки. Такой интервал для рассматриваемого показателя позволяет сохранить инвестиционную привлекательность компании для инвесторов
E/P – большее значение, чем до сделки	Увеличение доходности на акцию повышает инвестиционную привлекательность компании
$P/S > 1$	Показывает инвестору, что компания не переоценена и не недооценена. Характеризуется как хороший актив для инвестора
$P/B > 1$	
CAR – большее значение, чем до сделки	Показывает надежность компании/банка для потенциальных инвесторов, поэтому положительное изменение делает компанию/банк привлекательнее

Данные рекомендации помогают обеспечить инвестиционную привлекательность компании-покупателя после завершения сделки. При максимально положительном EPS предложенные значения

мультипликаторов P/S , P/B и P/E позволяют не допустить как переоценки, так и недооценки компании-покупателя, а для E/P и CAR определяется предпочтительный характер изменения.

Для применения разработанной авторами методологии оценки финансовой эффективности сделок слияний и поглощений были отобраны наиболее значимые

сделки на рынке в 2018 г. (рис. 4) и из них по критериям, представленным в табл. 3, выделены две самые крупные сделки.

Рис. 4. Крупнейшие сделки слияний и поглощений в 2018 г. в Российской Федерации

Источник: URL: <https://www.rbc.ru/economics/29/06/2018/5b34eb259a7947688431619b>

Т а б л и ц а 3

Критерии отбора рассматриваемых сделок слияний и поглощений

Сделка	Публичные компании-участницы	С участием российских компаний	Место по объему	Участие банков
Emirates NBD / Denizbank	+	+	1	+
ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит»	+	+	2	+

Первая сделка – продажа ПАО Сбербанк своей турецкой дочерней компании Denizbank дубайской банковской группе Emirates NBD. По итогам 2018 г., по данным Thomson Reuters, эта сделка стала самой дорогой на российском рынке слияний и поглощений. Компания Denizbank, которую ПАО Сбербанк приобрело в 2012 г., принадлежала ранее бельгийской группе Dexia. Данная сделка была анонсирована в мае 2018 г., сумма сделки составила 3,2 млрд долларов, что является четвертой частью от общего объема сделок слия-

ний и поглощений за первое полугодие 2018 г. (см. рис. 4).

Мотивами к продаже Denizbank дубайской банковской группе Emirates NBD стали введенные финансово-экономические санкции западных стран, препятствующие получению дивидендов, финансированию банка, привлечению средств с финансового рынка. Компания Denizbank была выведена из-под американских санкций, однако европейские санкции сделали ее неконкурентоспособной на турецком рынке.

Второе место по объему сделок, по данным Thomson Reuters, занимает сделка по покупке ПАО «ВТБ» 29% акций ПАО «Магнит» за 2,45 млрд долларов (см. рис. 4). В марте 2018 г. ПАО «Магнит» по собственной инициативе продало 29,1% акций ПАО «ВТБ» и сменило руководство торгово-розничной сети. По мнению экспертов, мотивами проведения данной сделки стали сокращение прибыли и потеря лидерства на рынке по итогам 2016 г. В 2017 г. ситуация еще сильнее ухудшилась: чистая прибыль уменьшилась на 35%, до 35,5 млрд рублей, при росте выручки на 7%, составившей 1,1 трлн рублей. В мае 2018 г. ПАО «ВТБ» сократило свою долю владения акциями до 17,28% с целью диверсификации своих рисков по инвестиционным проектам, но оставило за собой право управления компанией через совет директоров.

Представленная расчетная модель оценки и рекомендации по применению рыночных мультипликаторов были протестированы на указанных двух самых крупных в 2018 г. на российском рынке слия-

ний и поглощений по объему сделок – между ПАО Сбербанк и Emirates NBD по продаже Denizbank и между ПАО «ВТБ» и ПАО «Магнит».

В табл. 4 сведены эффекты от обеих сделок и раскрыта целесообразность их реализации для каждой из компаний-участниц этих сделок в 2018 г. По первой сделке выгоды от продажи ПАО Сбербанк Denizbank банковской группе Emirates NBD состояли в том, что Сбербанк получил не только возможность заработать, но и улучшить свой коэффициент достаточности капитала, а группе Emirates NBD – укрепить свои позиции на Ближнем Востоке и в Северной Африке. По второй сделке между ВТБ и «Магнитом» данные финансовой отчетности ПАО «Магнит» показали, что стратегия смены руководства с целью улучшения картины по операционной деятельности принесла положительный эффект в виде роста выручки и чистой прибыли (без учета операционного эффекта, связанного с расширением бизнеса).

Таблица 4

Оценка эффекта и целесообразности проведенных сделок слияний и поглощений

Сделка	Эффект от сделки	Целесообразность сделки
Emirates NBD	Снижение риска инвестиционного портфеля, расширение зоны влияния, увеличение капитализации	Реализация стратегии по расширению бизнеса и укреплению позиций на Ближнем Востоке, в Северной Африке
Denizbank (ПАО Сбербанк)	Положительная выгода от сделки – 2 млрд долларов; увеличение CAR на 1-1,3%	Введение экономических санкций, показатели за последние несколько лет среднерентабельные
ПАО «ВТБ»	Снижение риска инвестиционного портфеля, увеличение капитализации	Реализация стратегии роста и диверсификации портфеля активов
ПАО «Магнит»	Рост выручки и чистой прибыли (без учета открытия новых магазинов), стабилизация финансовых результатов	Смена руководства, развитие компании, необходимость улучшения финансовых показателей ПАО «Магнит»

Из табл. 4 видно, что для компаний-покупателей характерны одного типа эффекты от сделки, относящиеся к системе риск-менеджмента, а именно уменьшение риска путем диверсификации инвестиционного портфеля, а также укрепления финансовой позиции за счет увеличения капитализации. Для приобретаемых компаний характерны эффекты, отражающиеся

напрямую на их финансовых показателях, в виде оценки положительных изменений показателей финансовой отчетности и коэффициента достаточности капитала для банка/компании. Указанные эффекты связаны с оценкой целесообразности сделок: для компаний-покупателей характерна реализация стратегии роста, для приобретаемых компаний целесообразность

определяется такими факторами, как введение санкций, ухудшение финансовых показателей, плохой менеджмент и т. д.

Исходные данные по рассматриваемым сделкам слияний и поглощений Denizbank / Emirates NBD и ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит» приведены в табл. 5. Условия по уже завершенным сделкам

формировались на основании имеющихся результатов, приведенных в открытых источниках. По обеим сделкам финансирование проводилось за наличные средства с учетом привлечения кредита, поскольку нигде в открытых источниках не анонсировалась дополнительная эмиссия акций.

Таблица 5

Исходные данные по сделкам слияний и поглощений

Исходные данные	Denizbank / Emirates NBD	ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит»
1. Форма финансирования сделки слияния и поглощения		
1.1. Акции, %	0	0
1.2. Наличные денежные средства, %	100	100
2. Налоговая ставка, %	30	20
3. Заимствования для сделки слияния и поглощения		
3.1. Объем нового кредита на сделку	3 178,68 млн долл.	139 708,52 млн руб.
3.2. Период займа, лет	5	1
3.3. Процентная ставка по кредиту / год, %	5,0	8,0
3.4. Затраты на проведение сделки	200 000 долл.	2 000 000 руб.
3.5. Амортизация затрат на проведение сделки	40 000 долл.	2 000 000 руб.
4. Синергетический эффект (оценочно)	250 000 000 долл.	2 500 000 000 руб.
5. Затраты на консультационные услуги	300 000 долл.	1 000 000 руб.

Для Emirates NBD покупка Denizbank является выгодной сделкой при заданных условиях. Даже с учетом VaR приращение на акцию составляет порядка 40%. Несомненно, рост такой EPS повысит привлекательность группы Emirates NBD для потенциальных инвесторов (табл. 6). Для

ПАО «ВТБ» при заданных условиях рост EPS не такой значительный, как в предыдущем случае, – чуть больше 3% с учетом VaR, однако его наличие говорит о положительном финансовом эффекте сделки и эффективности механизма, по которому сделка проводилась.

Таблица 6

Результаты по ESP по сделкам Denizbank / Emirates NBD и ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит»

Показатель	Denizbank / Emirates NBD		ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит»	
	Без VaR	С VaR	Без VaR	С VaR
Проформа EPS	0,99 долл.	0,98 долл.	0,0104 руб.	0,01031 руб.
Автономный EPS	0,70 долл.	0,70 долл.	0,0100 руб.	0,01000 руб.
Эффективность на акцию	0,29 долл.	0,28 долл.	0,000380 руб.	0,00031 руб.
Эффективность, %	42,0	40,21	3,8	3,07

Особый интерес представляет анализ чувствительности коэффициента ESP к изменению процентного соотношения финансирования акции/денежные средства с учетом и без VaR. Результаты такого анализа приведены в табл. 7 и 8. В рамках проведения анализа рассматривались три

цены предложения и три варианта соотношения акции/денежные средства.

Из табл. 7 видно, что при рассматриваемых начальных условиях финансово эффективной сделка Denizbank / Emirates NBD может быть либо при оплате наличными денежными средствами, либо при финансировании оплаты сделки не более

50% акций по цене не более 1 доллара. Такие результаты показывают, что предложенная цена за акцию по результатам сделки была рассчитана верно, а способ финан-

сирования за счет кредитования помог осуществить сделку на максимально выгодных условиях для компании-покупателя.

Т а б л и ц а 7

Анализ чувствительности коэффициента EPS по сделке Denizbank / Emirates NBD

Показатель	EPS, долл.	% акций Emirates NBD		
		0%	50%	100%
Официальная цена предложения, долл.	0,96	0,294230	0,064427	-0,072158
Скорректированная цена на +1%, долл.	2,00	0,226948	-0,120406	-0,263831
Скорректированная цена на +2%, долл.	3,00	0,162254	-0,235763	-0,362812
С учетом VaR				
Официальная цена предложения, долл.	0,96	0,281493	0,054930	-0,079729
Скорректированная цена на +1%, долл.	2,00	0,214211	-0,127851	-0,269090
Скорректированная цена на +2%, долл.	3,00	0,149516	-0,241927	-0,366877

Т а б л и ц а 8

Анализ чувствительности коэффициента EPS по сделке ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит»

Показатель	EPS, долл.	% акций ПАО «Магнит»		
		0%	50%	100%
Официальная цена предложения, долл.	4 711	0,000380	-0,000373	-0,000985
Скорректированная цена на +1%, долл.	5 000	0,000337	-0,000451	-0,001087
Скорректированная цена на +2%, долл.	7 000	0,000044	-0,000972	-0,001731
С учетом VaR				
Официальная цена предложения, долл.	4 711	0,030651	-0,043811	-0,104452
Скорректированная цена на +1%, долл.	5 000	0,026419	-0,051661	-0,114534
Скорректированная цена на +2%, долл.	7 000	-0,002869	-0,103419	-0,178532

Из табл. 8 очевидно, что финансирование рассматриваемой сделки ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит» посредством эмиссии акций является неэффективным. Более того, при заданных условиях с учетом VaR при цене 7 000 рублей за акцию и финансировании за счет наличных средств сделка становится также финансово неэффективной. Предложенная официальная цена за акцию при

финансировании наличными средствами является фактически граничной, т. е. для целевой компании это наиболее выгодные условия продажи. Также анализом предусмотрен расчет рыночных мультипликаторов. Полученные в ходе проведения расчетов по оценке эффективности для рассматриваемых сделок слияний и поглощений результаты представлены в табл. 9.

Т а б л и ц а 9

Расчет мультипликаторов для оценки эффективности сделок

Мультипликаторы оценки	Критерии оценки	Denizbank / Emirates NBD	ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит»
EPS	Максимально положительный (отнесенный к минимально положительному), Δ в %	356,69	756,71
P/E	Как соотношение (0 : 5)	2,62	4,56
E/P	Большее значение, чем до сделки, %	142,03	103,80
P/S	>1	1,92	3,49
P/B	>1, % изменения к первоначальному размеру	0,0785; изменение 2,6% к первоначальному	0,7281; изменение 13,2% к первоначальному
CAR	Показатель увеличился (да/нет)?	Да	Да

В качестве выводов можно отметить следующее:

- P/E находится в заданном интервале, причем значения уменьшились; это свидетельствует о том, что срок окупаемости стал меньше, т. е. имеет место положительная динамика с точки зрения привлечения инвестиций;

- доходность также стала больше, что логично из динамики изменения P/E , однако поскольку срок окупаемости различается чуть меньше чем в 2 раза, то и увеличение доходности отлично примерно на 40%;

- P/S уменьшилось, т. е. вкладывая деньги в компанию, инвестор платит меньше за 1 доллар выручки, однако рекомендуется не иметь данный показатель меньше единицы из-за риска неоцененности компании;

- представленный уровень показателя P/B свидетельствует о неоцененности компаний, т. е. их рыночная стоимость меньше балансовой, однако видно, что после проведения сделки показатель увеличился, поэтому, несмотря на несоответствие критерию, признаем его оценку удовлетворительной в рамках проведения сделок;

- на основании выведенной ранее зависимости увеличение P/B будет свидетельствовать об увеличении CAR, что является несомненным преимуществом для банков.

Таким образом, на основании расчета рыночных мультипликаторов по сделкам Denizbank / Emirates NBD и ПАО «ВТБ» / ПАО «Магнит» очевидно, что обе сделки находятся в диапазоне обозначенных границ по выбранным рыночным критериям/мультипликаторам (см. табл. 9). В связи с этим можно сделать вывод, что выбран-

ный способ финансирования сделок является финансово эффективным.

Несмотря на то, что допущения по оценочной модели рассматриваемых сделок составлялись на основании приведенных в открытых источниках уже имеющихся результатов по сделкам, расчеты по ним подтвердили финансовую эффективность выбранных условий финансирования сделок.

До настоящего времени отсутствовали разработанные способы оценки финансовой эффективности механизма проведения сделок слияний и поглощений с публичными компаниями и факторы, обуславливающие эту эффективность. Кроме того, отсутствовали рекомендации, позволяющие оценить финансовую структуру сделок, повысить эффективность механизма проведения сделок слияний и поглощений для российских публичных компаний. Решением данных задач стала разработанная авторами модель по оценке финансовой эффективности механизма проведения сделок слияний и поглощений.

Тестирование на пригодность применения модели путем ее расчета для завершенных сделок слияний и поглощений показало работоспособность модели, а результаты доказывают положительную финансовую эффективность сделок на рынке слияний и поглощений.

Таким образом, предложенная модель оценки финансовой эффективности механизма проведения сделок слияний и поглощений является простым и наглядным инструментом для менеджмента любой компании/банка и может быть использована для оценки эффективности способа финансирования сделок слияний и поглощений в различных отраслях российской экономики.

Список литературы

1. Бабенко И. А. Классификация слияний и поглощений в зависимости от синергетического эффекта // Наука и бизнес: пути развития. – 2015. – № 6 (48). – С. 49–53.

2. Бабенко И. А., Бадюков В. Ф. Оценка экономического эффекта при слияниях и поглощениях // Вестник Тихоокеанского государственного университета. – 2015. – № 2 (37). – С. 185–190.
3. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. – М. : Альпина Паблишер, 2017.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М. : Альпина Паблишер, 2018.
5. Петрикова Е. М. Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов // Финансы и кредит. – 2013. – № 28 (556). – С. 39–47.
6. Противодействие недружественным поглощениям / Н. Д. Бут, И. С. Викторов, Д. А. Звягинцев и др. – М. : Олма-пресс, 2006.
7. Рудык Н. Б. Конгломеративные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М. : Зона ИК, 2003.
8. Тарачев В. А., Петрикова Е. М. Выпуск инфраструктурных облигаций как новая форма привлечения финансирования инвестиционных проектов // Белорусский экономический журнал. – 2015. – № 1 (70). – С. 15–29.
9. Шура П. Слияния и поглощения: путеводитель по рынку профессиональных услуг. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2014.
10. Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: Finalising post-crisis reforms, December 2017. – URL: www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf

References

1. Babenko I. A. Klassifikatsiya sliyanij i pogloshchenij v zavisimosti ot sinergeticheskogo effekta [Classification of Mergers and Acquisitions, Depending on the Synergistic Effect]. *Nauka i biznes: puti razvitiya* [Science and Business: Ways of Development], 2015, No. 6 (48), pp. 49–53. (In Russ.).
2. Babenko I. A., Badyukov V. F. Otsenka ekonomicheskogo effekta pri sliyanijakh i pogloshchenijakh [Estimation of Economic Effect at Mergers and Acquisitions]. *Vestnik Tikhookeanskogo gosudarstvennogo universiteta* [Pacific State University Bulletin], 2015, No. 2 (37), pp. 185–190. (In Russ.).
3. Gohan P. A. Sliyanija, pogloshcheniya i restrukturizatsiya kompanij [Mergers, Acquisitions and Restructuring of Companies]. Moscow, Alpina Publisher, 2017. (In Russ.).
4. Damodaran A. Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov [Investment Appraisal. Tools and Methods for Evaluating any Assets]. Moscow, Alpina Publisher, 2018. (In Russ.).
5. Petrikova E. M. Mezoninnyy kredit kak alternativa proektnogo finansirovaniya investitsionnykh projektov [Mezzanine Loan as an Alternative to Project Financing of Investment Projects]. *Finansy i kredit* [Finance and Credit], 2013, No. 28 (556), pp. 39–47. (In Russ.).
6. Protivodeystvie nedruzhestvennym pogloshcheniyam [Steps against Hostile Acquisitions], N. D. Boot, I. S. Viktorov, D. A. Zvyagintsev at al. Moscow, Olma-press, 2006. (In Russ.).
7. Rudyk N. B. Konglomerativnye sliyanija i pogloshcheniya: Kniga o polze i vrede neprofilnykh aktivov [Conglomerate M & A. The Book about Good and Bad of Non-Profile Assets]. Moscow, Zona IK, 2003. (In Russ.).
8. Tarachev V. A., Petrikova E. M. Vypusk infrastrukturnykh obligatsiy kak novaya forma privlecheniya finansirovaniya investitsionnykh projektov [The Issuance of Infrastructure Bonds

as a New Form of Raising Finance for Innovation Projects]. *Belorusskiy ekonomicheskii zhurnal* [Belorussian Economic Journal], 2015, No. 1 (70), pp. 15–29. (In Russ.).

9. Shura P. *Sliyaniya i pogloshcheniya: putevoditel po rynku professionalnykh uslug* [Mergers and Acquisitions: Guidebook on Professional Service Market]. Moscow, Alpina Biznes Buks, 2014. (In Russ.).

10. Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: Finalising post-crisis reforms, December 2017. Available at: www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf

Сведения об авторах

Елена Михайловна Петрикова

доктор экономических наук, профессор
кафедры финансов и цен
РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический
университет имени Г. В. Плеханова», 117997,
Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: petrikova@mail.ru

Людмила Александровна Кошкарёва

главный специалист технической дирекции
АО «Объединенная энергетическая компания».

Адрес: АО «Объединенная энергетическая
компания», 115035, Москва,
Раушская набережная, д. 8.

E-mail: ludamillak@gmail.com

Information about the authors

Elena M. Petrikova

Doctor of Economics, Professor
of the Department for Finances and Prices
of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: petrikova@mail.ru

Liudmila A. Koshkareva

Chief Specialist of the Technical Directorate
of United Energy Company, JSC.

Address: United Energy Company, JSC,
8 Raushskaya naberezhnaya,
Moscow, 115035, Russian Federation.

E-mail: ludamillak@gmail.com