

УДК 334.758

## **ФИНАНСОВЫЕ АСПЕКТЫ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ**

**Н.Е. Царёва**

ФГБОУ ВО «Тверской государственный университет», Тверь

Во всем мире крупные корпорации стремятся найти дополнительные источники расширения своей деятельности, среди которых одним из наиболее популярных является проведение сделок «М&А». В стремительно изменяющихся рыночных условиях многие компании отдают предпочтение именно сделкам слияния и поглощения как механизму роста, который позволяет резко ускорить этот процесс, поскольку необходимые для создания новых собственных производств временные и финансовые затраты слишком высоки. При этом одним из главных вопросов для принятия решения о слиянии или поглощении является вопрос финансирования сделки. Цель статьи – рассмотреть финансовые аспекты сделок слияния и поглощения корпораций («Mergers & Acquisitions»), раскрыть мотивы совершения, механизмы их финансирования во взаимосвязи с вопросами оценки их эффективности. Элемент научной новизны заключается в выявлении особенностей финансового обеспечения сделок «М&А» в России, обусловленных механизмами перехода корпоративного контроля, как одного из способов адаптации отечественных компаний к стремительно меняющимся рыночным условиям.

**Ключевые слова:** *корпорация, корпоративные финансы, финансирование, глобализация экономики, слияние, поглощение, сделки «слияние и поглощение», сделки «М&А», мотивы корпоративных слияний и поглощений, инвестиционная стратегия, корпоративное управление, акционерное общество.*

В современных условиях хозяйствования последствия глобализации экономики вынуждают некоторые компании укрупнять свой капитал для более эффективного его распределения и использования.

Сегодня в борьбе за конкурентные преимущества многие компании из разных и одинаковых экономических сегментов или отраслей объединяются путем слияния и поглощения, тем самым создаются корпорации. В современном деловом мире процесс слияния и поглощения является одним из элементов корпоративной стратегии для многих компаний в период финансовой нестабильности и в условиях глобализации. Так как рост бизнеса за счет внутренних источников накопления является процессом долгим и в основном неопределённым, то мощным толчком к развитию может послужить именно процесс слияния или поглощения.

В 90-е гг. XX в. – начале XXI в. произошёл «бум» международных слияний и поглощений мелких, средних и крупных компаний. Это привело к тому, что данная форма корпоративных инвестиционных стратегий стала главенствующей в политике современных компаний.

Сделки слияния и поглощения, которые в зарубежной литературе обозначаются аббревиатурой «M&A» (от англ. «Mergers and Acquisitions»), представляют комплекс мероприятий, направленных на объединение двух и более компаний в одну крупную компанию – корпорацию с единым управляющим органом. Тем самым предполагается передача контроля по управлению бизнесом от одной компании к другой [4].

Процесс слияния и поглощения, или «Mergers & Acquisitions» (далее по тексту «M&A»), происходит не только в рамках одной страны, но и между компаниями разных государств.

В современном мире крупные корпорации пытаются найти дополнительные источники для расширения своей деятельности, среди них одним из наиболее востребованных также выступает осуществление сделок «M&A». В условиях нарастающей конкуренции и быстро изменяющейся рыночной ситуации многие корпорации отдают предпочтение именно сделкам слияния и поглощения как способу роста, который позволяет сразу ускорить этот процесс, так как необходимые для создания собственных новых производств временные или финансовые затраты долги и высоки.

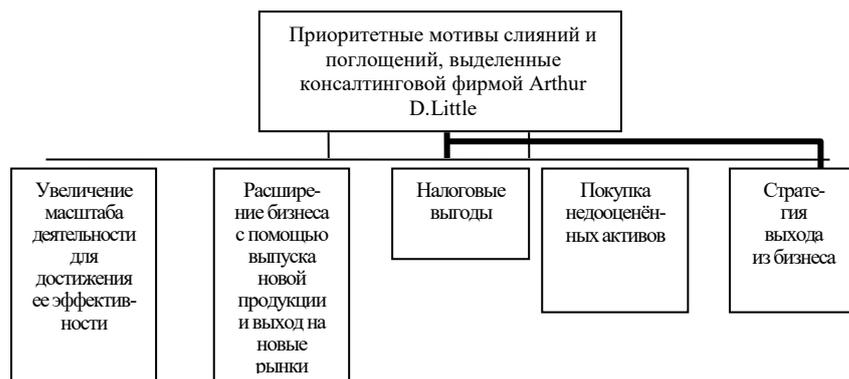
При этом одним из главных вопросов при принятии решения о слиянии или поглощении выступает вопрос финансирования сделки. Наличие свободных денежных средств является отправной точкой инициирования сделки «M&A». Актуальность данного вопроса для отечественных предприятий, осуществляющих свою деятельность в конкурентной борьбе, обусловлена необходимостью эффективной адаптации к стремительно меняющимся рыночным условиям. Сделки «M&A» являются одним из способов адаптации для отечественных предприятий. Данные сделки становятся стратегией роста, позволяющей предприятию не только сохранить позиции на рынке, но и стать лидером.

Важным вопросом является выявление мотивов слияний и поглощений, поскольку они отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем в отдельности.

Во-первых, одно из первых исследований было проведено консалтинговой фирмой Arthur D.Little [1]. В 1978 г. компания выдвинула следующие базовые мотивы сделок «M&A», такие как:

1. увеличение масштаба деятельности для достижения её эффективности;
2. расширение бизнеса с помощью выпуска новой продукции и выход на новые рынки;
3. налоговые выгоды;
4. покупка недооценённых активов;
5. стратегия выхода из бизнеса.

Схематично выделенные консалтинговой организацией Arthur D.Little приоритетные мотивы сделок «M&A» представлены на рис. 1 (см. ниже).



Р и с . 1. Приоритетные мотивы сделок «M&A», выделенные консалтинговой фирмой Arthur D. Little

С.В. Савчук разделяет все мотивы сделок «M&A» средних и крупных компаний на 3 укрупненные группы:

- мотивы уменьшения оттока ресурсов;
- мотивы увеличения и стабилизации притока ресурсов;
- нейтральные по отношению к движению ресурсов мотивы.

Схематично группы мотивов сделок «M&A» компаний, выделенные С.В. Савчук, предложены на рис. 2.

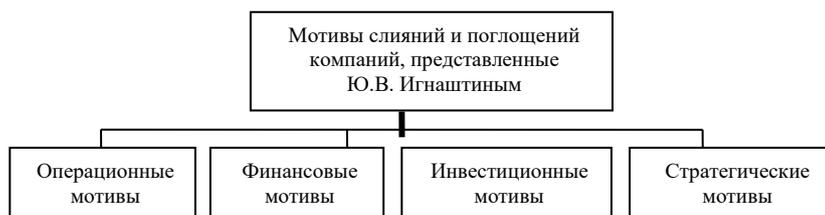


Р и с . 2 . Три группы мотивов сделок «M&A» компаний

Ю.В. Игнаштин, характеризуя мотивы сделок слияния и поглощения компаний, выделяет следующие группы [5]:

- операционные мотивы (закключаются в экономии на масштабе деятельности компании, экономии за счёт наращивания ресурсов и доли на рынке);
- финансовые мотивы (основаны на мобилизации финансовых ресурсов корпорации, на использовании её избыточных ресурсов, на диверсификации, на снижении затрат на финансирование);
- инвестиционные мотивы (а именно распределение и вложение временно свободных средств, промежуточное приобретение, приобретение активов, дивиденды и пр.);
- стратегические мотивы (к ним относятся эффективность бизнес-процессов и уровень управления корпорацией, приобретение менеджмента, клиентская база, давление на конкурента, венчурное инвестирование и др.).

Схематично мотивы сделок «М&А» компаний, представленные Ю.В. Игнаштиним, приведены на рис. 3.



Р и с . 3. Мотивы сделок «М&А» компаний, представленные Ю.В. Игнаштиним

Следовательно, суть этой теории состоит в том, что слияние и поглощение порождают эффект новой добавленной стоимости, получившей также название «синергический эффект» (в переводе с греч. яз. – сотрудничество).

Финансовое обеспечение сделок слияния и поглощения влияет на их эффективность. В самом общем смысле финансирование сделок «М&А» представляет собой получение денежных средств одной компанией для покупки или присоединения к другой компании.

Существуют различные механизмы финансирования сделок «М&А», позволяющие корпорации-покупателю оптимизировать финансирование сделки с учетом текущей макроэкономической обстановки и внутренних особенностей участвующих в сделке компаний.

Основными методами финансирования сделок «М&А» выступают:

- 1) заемное финансирование;
- 2) финансирование с использованием собственного или акционерного капитала (самофинансирование);
- 3) смешанное (или гибридное) финансирование.

На рис. 4 схематично представлены основные методы финансового обеспечения сделок «М&А» корпораций.



Р и с . 4. Методы финансирования сделок «М&А» корпораций

Самофинансирование является преимущественным методом относительно внешнего финансирования. Несмотря на более высокую стоимость собственных средств среди источников финансирования, они влекут меньшие налоговые последствия и требуют меньшего контроля действий компании-покупателя (в первую очередь со стороны инвесторов). Привлеченные средства из внешних источников повышают риск неплатежеспособности, снижают чистые денежные потоки компании-

покупателя и приводят к повышению влияния кредиторов. Однако, значимость внешнего финансирования сделок «М&А» повышается, если акционеры компании-покупателя предъявляют высокие требования к уровню рентабельности своей компании. Поэтому необходимо выбирать оптимальное сочетание собственных и заёмных средств.

Альтернативным вариантом привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования сделки «М&А» может стать привлечение средств под учреждение венчурной организации. Главная задача венчурного финансирования состоит в помощи росту конкретного бизнеса путем предоставления определенной суммы денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или некий пакет ценных бумаг (например, акций).

Особенности финансового обеспечения сделок «М&А» в России обусловлены механизмами перехода корпоративного контроля. Большинство отечественных предприятий возникли в результате приватизации государственного имущества и акционирования, что дает право считать приобретение компаний в процессе приватизации первоочередным механизмом реализации стратегии слияния и поглощения.

Другим механизмом перехода корпоративного контроля, характерным для российских компаний, является конвертация долгов поглощаемой фирмы в акции в результате банкротства. В ходе процедуры банкротства может быть подписано мировое соглашение, по которому кредитор получает свой долг акциями предприятия.

Рассмотренные механизмы перехода корпоративного контроля имеют нерыночный характер.

Третий механизм, состоящий в приобретении паев (долей) в уставном капитале компании, можно рассматривать как вполне рыночный и наиболее распространенный в западных странах, а в последнее время и в России.

Практика слияний и поглощений корпораций предполагает использование следующих форм финансирования:

- 1) денежные средства;
- 2) простые акции;
- 3) облигации (или привилегированные акции);
- 4) конвертируемые и гибридные (или производные) ценные бумаги;
- 5) смешанная форма финансового обеспечения, использующая несколько способов оплаты;

6) форма финансирования «с рассрочкой» (при которой часть суммы выплачивается при осуществлении сделки «М&А», а оставшаяся часть – после наступления оговоренного события, например, достижения определенного показателя роста производства на предприятии).

В качестве крупнейшей сделки в истории можно привести поглощение корпорацией Disney компании Fox. Сумма сделки составила 71,3 млрд долл., при этом за эту сумму студия Disney приобрела в том числе и права на известные фильмы компании 21st CenturyFox и несколько популярных телесериалов, в том числе и «Симпсоны». К тому же, кроме ценных бумаг Fox к медиагиганту переходят крупные пакеты других компаний: 39 % телеканала Sky и 30 % акций Hulu. Также в собственность Disney был передан телеканал National Geographic. Данное слияние было полностью закончено лишь весной

2019 г. несмотря на то, что свое желание о покупке Fox Disney высказывала ещё в 2017 г. [3].

Таким образом, важность выбора метода финансирования очевидна, но как показывают исследования, корпорации, концентрирующие свое внимание при осуществлении сделок «M&A» только на вопросах финансирования, на 15 % понижают вероятность успеха данной сделки. Ведь помимо этого эффективность сделок во многом зависит от качества их планирования, анализа внутренней и внешней среды компании с целью выявления проблемных сторон бизнеса и оценки возможностей его дальнейшего развития.

Следует также отметить, что сделки слияния и поглощения могут характеризоваться как положительными, так и отрицательными результатами.

Так, положительным эффектом слияния и поглощения является:

- возможность двух и более компаний быстрее достигнуть своих целей (при этом сами достижения становятся более весомыми);
- продажа собственной доли часто позволяет компаниям получить вложения для дальнейшего развития;
- приобретая компании из одной экономической отрасли, зачастую ликвидируют конкуренцию между двумя фирмами;
- объединение компаний с целью реализации собственной продукции (так например, корпорация PepsiCo продает свои газированные напитки в сети быстрого питания корпорации KFC) и др.

Негативный эффект в результате осуществления сделки слияния и поглощения может быть в частности вызван:

- различиями в идеологиях компаний;
- навязыванием собственной идеологии одной корпорации, которая отрицательно отражается на результатах деятельности другой фирмы;
- покиданием корпорации лидером после продажи своей доли (пример, уход основателя сети продовольственных магазинов ПАО «Магнит» С. Галицкого после продажи своей доли) и др.

Выбор источников финансирования сделок слияния и поглощения компаний влияет на эффективность сделок «M&A» корпораций. Данный аспект не имеет должного теоретического обоснования в связи с отсутствием единого подхода к выбору критериев и методов оценки.

В литературе выделяется три методологических подхода к оценке сделок «M&A»:

- перспективная оценка «M&A» (метод предварительной оценки, или выявления инвестиционной стоимости объекта). Метод состоит в сопоставлении затрат на сделку с оценкой компании-цели, определяемой как сумма ожидаемых приведенных денежных потоков, генерируемых приобретаемой компанией.
- Ретроспективная оценка «M&A» (метод сопровождающей, или рыночной, оценки) заключается в оценке эффективности сделки после осуществления, которая включает анализ характеристик деятельности компаний после осуществления слияния, оценку конкурентоспособности созданного предприятия, обзор мнения менеджеров по результатам сделки.

- комбинированная оценка «М&А» (метод смешанной оценки). Служит для наиболее эффективной оценки сделок «М&А».

На рис. 5 представлены схематично основные подходы к оценке эффективности сделок «М&А» для корпораций.



Р и с . 5. Подходы к оценке эффективности сделок «М&А» для корпораций

В свою очередь российский рынок сделок «М&А» быстро развивается. В 2019 г. крупные компании укрепили свои позиции, мелкие игроки ушли с рынка. Пять (5) из восьми (8) миллиардных сделок совершены иностранными покупателями российских активов.

Так, например, одной из крупных сделок «М&А», которая завершилась в июле 2019 г., выступила продажа ПАО «Сбербанк» своего дочернего банка – Denizbank (Турция). Владельцем 99,85 % акций стала финансовая группа Emirates NBD (ОАЭ). Продажа турецкого филиала была обусловлена введением Евросоюзом в 2014 г. санкций, которые закрыли доступ крупнейшему банку РФ к международному рынку кредитования. 99,85 % акций Denizbank стоили Emirates NBD 170,7 млрд руб. Сумма сделки составила  $\frac{1}{4}$  от суммы всех российских сделок «М&А» на рынке за I полугодие 2018 г. Продажа Denizbank не повлияла на падение стоимости акций ПАО «Сбербанк», снижение которых в 2018 г. составляло 30 %. Так, в феврале цена акций составляла 275 руб., а в августе – упала и составила 185 руб. Несмотря на отрицательную динамику, продажа дочерней компании обеспечила возможность выплаты акционерам ПАО «Сбербанк» дивидендов. В настоящее время акции торгуются по цене 235 руб., 2018 г. был не очень позитивным и для Emirates NBD, так как с начала сделки поглощения и до конца 2018 г. акции понизились на 20 %. Впоследствии котировки всё же поднялись.

Таким образом, эффективность сделок «М&А» является весьма спорным вопросом, так как все зависит не только от политики корпорации по отношению к другой, но и от экономической ситуации в странах осуществления деятельности и уровне их экономического развития. Оценка сделок «М&А» требует понимания политики корпорации, учета специфики отрасли хозяйствовании и многих других факторов, влияющих на результат, а в итоге только малая их часть одобряется в будущем. Часто проведенные сделки «М&А» не приводят к желаемым целям и результатам, и могут даже совсем не окупиться.

С другой стороны, сделки «М&А» могут вывести корпорацию на совершенно иной уровень. Правильно выбранная корпорацией стратегия позволит достичь главной цели – увеличения прибыли. А иногда сделка «М&А» – это, возможно, единственный шанс для компании оставаться на рынке и выдерживать существующую сегодня конкуренцию.

#### **Список литературы**

1. Официальный сайт Arthur D. Little [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.adlittle.com/en/about-us/what-we-do>
2. Российский рынок М&А в 2019 году: крупнейшие слияния и поглощения // «Рамблер». - 1 января 2020 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: [https://finance.rambler.ru/business/43445622/?utm\\_content=finance\\_media&utm\\_medium=read\\_more&utm\\_source=copylink](https://finance.rambler.ru/business/43445622/?utm_content=finance_media&utm_medium=read_more&utm_source=copylink)
3. Самые Крупнейшие слияния и Поглощения компаний в Истории [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://equity.today/sliyaniya-i-pogloshheniya.html>
4. Слияние и поглощение компаний. М&А сделки [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.executive.ru/wiki/index.php/%D0%A1%D0%BB%D0%B8%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5%D0%BF%D0%BE%D0%B3%D0%BB%D0%BE%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B9.%D1%81%D0%B4%D0%B5%D0%BB%D0%BA%D0%B8>
5. Щегельский Д.В. Мотивы корпоративных слияний и поглощений: Академический вестник. Тюменская государственная академия мировой экономики, управления и права, 2016. 435 с.

*Об авторе:*

ЦАРЁВА Наталья Евгеньевна – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов Института экономики и управления, Тверской государственный университет (170000, г. Тверь, ул. Желябова, д. 33), e-mail: [tsarevane@mail.ru](mailto:tsarevane@mail.ru), ORCID 0000-0001-8756-4404, SPIN-код: 7279-9889

## **FINANCIAL ASPECTS OF MERGERS AND ACQUISITIONS**

**N.E. Tsareva**

FSBOU VO “Tver State University”, Tver

The purpose of the article is to highlight the particularities of corporations' mergers and acquisitions (Mergers & Acquisitions), to reveal the motives for their completion, to analyze the results of mergers and acquisitions and their effectiveness, to consider the financing mechanisms of mergers and acquisitions and to highlight a number of features. Large corporations all over the world are striving to find additional sources for expanding their activities, among which one of the most popular is conducting M&A transactions. In rapidly changing market conditions, many companies give preference to mergers and acquisitions as a growth mechanism that can dramatically accelerate this process. In this case, one of the main issues for deciding on a merger or acquisition is the issue of financing the transaction. It is the availability of free financial resources that is the starting point for initiating the M&A transaction. An element of scientific novelty lies in an attempt to highlight the motives of the mergers and acquisitions of corporations and the

peculiarities of their financing for Russian companies as one of the ways to adapt to rapidly changing market conditions.

**Keywords:** *corporation, corporate finance, financing, globalization of the economy, mergers, acquisitions, mergers and acquisitions, Mergers & Acquisitions, M&A transactions, motives for corporate mergers and acquisitions, investment strategy, corporate governance, joint-stock company.*

*About the author:*

CARYOVA Natal'ya Evgen'evna – Philosophy Doctor in Economics, Candidate of Economic, Associate Professor, Department of Finance, Institute of Economics and Management, Tver State University (33, Zhelaybova St., Tver, 170000), e-mail: [tsarevane@mail.ru](mailto:tsarevane@mail.ru), ORCID: 0000-0001-8756-4404, SPIN-код: 7279-9889

### References

1. Official website of Arthur D.Little [Electronic resource]. - Access Mode: <https://www.adlittle.com/en/about-us/what-we-do>
2. The Russian M&A market in 2019: the largest mergers and acquisitions // Rambler. - January 1, 2020 [Electronic resource]. - Access mode: [https://finance.rambler.ru/business/43445622/?Utm\\_content=finance\\_media&utm\\_medium=read\\_more&utm\\_source=copylink](https://finance.rambler.ru/business/43445622/?Utm_content=finance_media&utm_medium=read_more&utm_source=copylink)
3. The Largest Mergers and Acquisitions of Companies in History [Electronic resource]. - Access Mode: <https://equity.today/sliyaniya-i-pogloshheniya.html>
4. Mergers and acquisitions. M&A transactions [Electronic resource]. - Access mode: [https://www.executive.ru/wiki/index.php/%D0%A1%D0%BB%D0%B8%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5\\_%D0%B8\\_%D0%BF%D0%BE%D0%B3%D0%BB%D0%BE%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5\\_%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B9\\_M%26A\\_%D1%81%D0%B4%D0%B5%D0%BB%D0%BA%D0%B8](https://www.executive.ru/wiki/index.php/%D0%A1%D0%BB%D0%B8%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5_%D0%B8_%D0%BF%D0%BE%D0%B3%D0%BB%D0%BE%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5_%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B9_M%26A_%D1%81%D0%B4%D0%B5%D0%BB%D0%BA%D0%B8)
5. Schegelsky D.V. Motives of corporate mergers and acquisitions: Academic Bulletin. Tyumen State Academy of World Economy, Management and Law, 2016. - 435 p.