УДК 338

ПОНЯТИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ И МЕТОДЫ ЕЕ ОЦЕНКИ

Ю.А. Власова, Ж.И. Герзелиева
ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», Москва, email: ja.vlasova@mail.ru

Аннотация. *Статья посвящена конкретизации понятия операционной эффективности и обзору методов оценки операционной эффективности сделок слияния и поглощения. Предметом исследования являются показатели операционной эффективности сделки слияния и поглощения. Практическая и теоретическая значимость работы заключается в конкретизации понятия операционной эффективности сделки слияния и поглощения и подробного сравнительного анализа методов оценки. Особое значение в ходе исследования имел метод SWOT-анализа для определения сильных и слабых сторон заключения сделок слияния и поглощения.*

Ключевые слова*: операционная эффективность, сделки слияния и поглощения, затратный метод, качественный и количественный метод оценки эффективности, рентабельность, SWOT-анализ, STEP-анализ, метод событий.*

THE CONCEPT OF OPERATIONAL EFFICIENCY OF MERGERS AND ACQUISITIONS AND METHODS OF ITS ASSESSMENT

Yu.A. Vlasova, Zh.I. Gerzelieva
Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education “Plekhanov Russian University of Economics”, Moscow, email: ja.vlasova@mail.ru

Abstract. *The article is devoted to the specification of the concept of operational efficiency and a review of methods for evaluating the operational effectiveness of mergers and acquisitions. The subject of the study is the operational efficiency indicators of the merger and acquisition transaction. The practical and theoretical significance of the work lies in the concretization of the concept of operational efficiency of a merger and acquisition transaction and a detailed comparative analysis of evaluation methods. The SWOT– analysis method was of particular importance in the course of the study to determine the strengths and weaknesses of mergers and acquisitions.*

Keywords: *operational efficiency, mergers and acquisitions, cost method, qualitative and quantitative method of efficiency assessment, profitability, SWOT analysis, STEP analysis, event method.*

Дата поступления статьи в редакцию: 01.04.2025
Дата принятия статьи в печать: 28.04.2025

Введение

Современная конкуренция в экономике вынуждает многие компании искать новые пути усиления своего влияния в индустрии. В этой связи, особенно популярными стали сделки слияния и поглощения, которые позволяют расширить и объединить активы компании, создав новое объединение, которое может использовать ещё больше ресурсов. Так, сделки слияния и поглощения стали актуальны уже в XIX в., когда в США впервые объединились компании, торгующие мехом, в единую структуру.

Важно также понимать, что сделки слияния и поглощения – это не быстрый процесс. Подобного рода соглашения требуют значительной работы руководства, так как компании должны договориться о наиболее оптимальных результатах сделки, а бизнес необходимо объединять постепенно, чтобы не нарушить основную цепочку работы предприятий. Помимо этого, сложности могут возникнуть в связи с деятельностью антимонопольных служб, стремящихся предотвратить создание монополии на рынке.

Степень разработанности проблемы

В основу работы легли научные труды отечественных ученых, посвященные теоретическим аспектам сделок слияния и поглощения. Значительный вклад в исследование данных вопросов внесли труды Ю.А. Дуболазовой, В.В. Ермольчик, И.В. Ивашковской, Е.Д. Карасевой и т.д.

Результаты исследования

Целью сделок слияния и поглощения является некая инвестиционная или бизнес-стратегия, степень успешности которой определяется ростом прибыли компании или стоимости акций, а также путем иных методов.

К основным группам методов относятся: качественный и количественный метод оценки эффективности сделки слияния и поглощения.

Так, операционная эффективность компании – это соотношение между издержками, которые несет компания и результатами её деятельности. При успешной работе компании, её операционная эффективность будет выше, чем у конкурентов.

Ряд авторов указывает, что «критерием операционный эффективности компании является её прибыль» [1]. Также отмечается, что операционная эффективность может быть повышена при помощи грамотного перераспределения ресурсов компании, оптимизации внутренней структуру, увеличения мотивированности и эффективности производительности труда работников [2].

Для того чтобы оценить комплексно бизнес необходимо провести его финансовую оценку, а также оценить его операционную систему, корпоративную культуру и организационную структуру [3].

Таким образом, операционная эффективность компании – это многоаспектное понятие, которое включает в себя как финансовую оценку компании, так и комплексную оценку её внутренней организации, в целом оценка должна показывать, насколько результат деятельности компании превышает издержки.

Однако оценка операционной деятельности сделок слияния и поглощения имеет свои особенности. Как было рассмотрено в предыдущем параграфе, при структурировании сделки слияния и поглощения, компания-поглотитель зачастую тратит большое количество финансовых и временных ресурсов для того, чтобы заключить сделку и интегрировать новую компанию.

При определении основных методов оценки операционной эффективности сделок M&A нужно учитывать, что разные сделки преследуют разные цели, а также нет универсального метода оценки операционной эффективности. Рассмотрим основные.

Отмечается, что при оценке эффективности рассматриваются разные показатели компании, в зависимости от эффекта, который должен был последовать за сделкой. Так, оценка эффективности сделки может рассматриваться с помощью эконометрического анализа, расчета чистой приведенной стоимости, справедливой стоимости компании, средневзвешенной стоимости капитала.

«Согласно исследованию Д. Ендовицкого, эффективность от сделки слияния и поглощения в общем виде может быть представлена в виде формулы:

$$Э_{M\&A} = В_{M\&A} - И_{M\&A}, \quad (1)$$

где $Э_{M\&A}$ – эффективность сделки M&A;

$В_{M\&A}$ – выгоды от сделки M&A;

$И_{M\&A}$ – издержки от сделки M&A.»

Для определения операционной эффективности сделки слияния и поглощения нужно определить стоимость компании и ликвидность операций компании.

Ряд авторов указывает, что для определения стоимости компании важно использовать не только бухгалтерский метод, но и необходимо выявить потоки свободных денежных средств (free cash flows), то есть определить поток ресурсов, которые остаются после всех операций в компании и могут быть извлечены собственником [4].

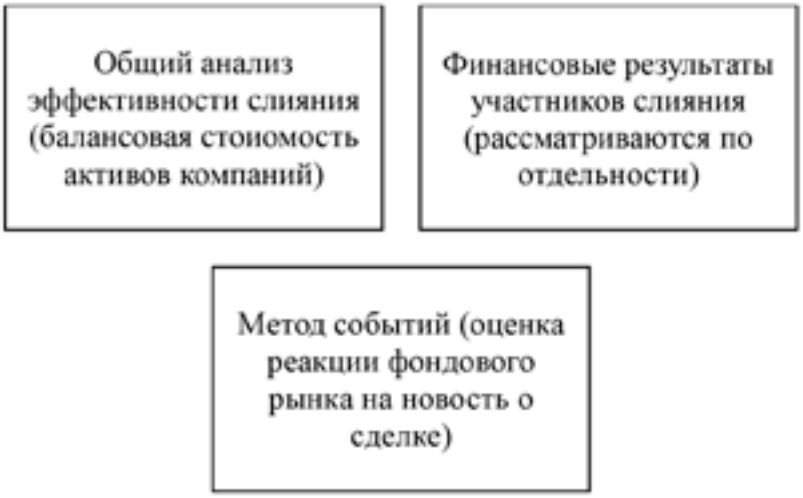

Рис. 1. *Количественные методы оценки эффективности сделок слияния и поглощения [4]*

Так, ученые оценивают степень эффективности сделок при помощи разных методов, основные методы разделяются на две группы: качественные и количественные.

Количественные методы оценки эффективности сделки основаны на анализе следующих показателей (рис. 1).

При этом количественные методы оценки разделяются на перспективные и ретроспективные. Перспективная группа методов оценки – проводятся до совершения сделки, ретроспективные методы – после. Рассмотрим, какие конкретно методы относятся к каждой группе, и в чем их особенности (табл. 1).

Таблица 1

Виды перспективных и ретроспективных методов [5]

Перспективные методы	Ретроспективные методы
Доходный метод Затратный метод Метод событий	Бухгалтерский метод Рыночный метод Комбинированный метод

Суть доходного метода заключается в том, что оценивается стоимость компании, которая основывается на определении будущих доходов компанией-поглотителем. При проведении доходного метода существует два способа оценки бизнеса: метод капитализации, применяемый, когда поглощаемая компания давно на рынке и имеет стабильные источники дохода, и метод дисконтирования денежных потоков, который определяет, каков будущий доход на данный момент, этот метод чаще применяется при оценке поглощаемых компаний, находящихся на рынке недавно.

Затратный метод оценки стоимости связан с оценкой стоимости компании, основанном на всех затратах. В общем виде изначально оценивается стоимость всех активов компании, а затем стоимость всех обязательств, итогом является оценка стоимость капитала компании. Затратный метод зачастую используется для оценки компаний, находящихся в стадии ликвидации.

Метод событий или метод накопленной избыточной доходности (CAR) рассматривает, как фондовый рынок реагирует на новость о предстоящей сделке слияния и поглощения. Для этого анализируется информация о цене акций за определенный период и доходность рынка. Затем рассчитывается аномальный доход во время окна, связанного с новостями о сделке слияния и поглощения. Аномальный доход сравнивается с доходом, который был бы, если бы сделки не было [6].

Бухгалтерский метод оценки заключается в том, что на основе бухгалтерских документов рассматриваются финансовые показатели компании, например, рентабельность активов, EBITDA. Оценка зависит от типа сделки. Компании оцениваются в разные периоды (до/после сделки), в рамках группы, также каждая в отдельности. Метод относится к точным, что является его преимуществом перед другими.

При оценке сделок акционерных обществ в России используется рыночный метод, при котором рассматривает цена акций компании до и после заключения сделки. «Комбинированный метод объединяет рыночный и бухгалтерский, анализируются финансовые показатели компании за разные периоды, а также цена акций» [2].

Если количественные методы рассматривают в основном финансовые показатели компаний за определенный период, то качественные методы анализируют другие параметры, которые может повлечь или уже повлекла сделка. Проанализируем некоторые качественные методы.

Так, SWOT-анализ методика, применяемая до осуществления покупки акций или активов компании. В ходе анализа рассматриваются слабые и сильные стороны поглощаемой компании, также на их основе определяется матрица рисков, исходящих как изнутри компании, так и от внешней среды, формулируются условия борьбы с потенциальными или существующими рисками.

STEP-анализ рассматривает, как внешние факторы могут повлиять на бизнес, к внешним факторам относятся: общественный или фактор социума, технологический, экономический и политический.

Матрица «Дженерал Электрик-Маккинси», именуемая матрицей рост-доля рынка, с помощью которой конкретную часть компании можно оценить и понять, необходимо ли развивать эти продукты. При помощи матрицы можно анализировать конкурентную позицию и привлекательность стратегической зоны хозяйствования в динамике.

На рисунке 2 представлены основные методы анализа операционной эффективности. Следует отметить, что метод событий и анализа финансовых данных является наиболее популярным способом выявления качественных и количественных изменений активности компании после заключения сделок M&A. Так, американские исследователи в 2010 г. отметили, что большинство эмпирических исследований (92%) связаны с использованием обозначенных методов.

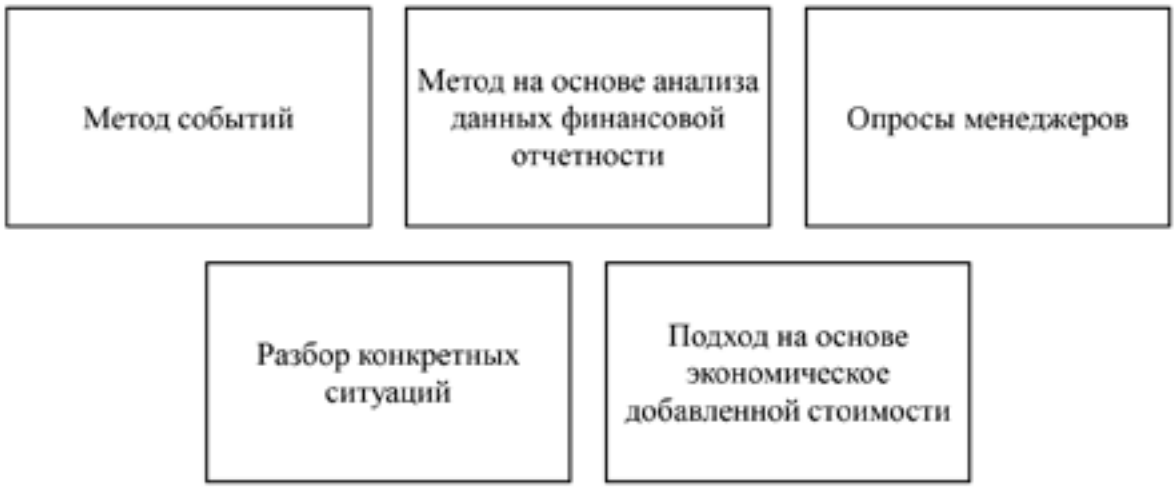

Рис. 2. *Основные методы анализа операционной эффективности компании [7]*

Метод событий во многом связан с анализом фондового рынка, а именно его влияния на сделки слияния и поглощения. В случае если стоимость акций корпорации растет в краткосрочной перспективе, можно сказать, о позитивном влиянии договоренностей. При этом исследователи обращают внимание на котировки до и после обнародования результатов сделки слияния и поглощения. Сначала необходимо определить нормальную доходность компании до события. Далее определяется «сверхдоходность». В большинстве случаев данный период сопоставим 10 дням до и после сделки.

Таким образом, можно представить следующую формулу выявления накопленной избыточной доходности:

$$AR\frac{t}{i} = R\frac{t}{i} - R\frac{t}{m}; \quad (2)$$

где $AR\frac{t}{i}$ – сверхдоходность компании-покупателя в момент t;

$R\frac{t}{i}$ – доходность акции компании-покупателя в момент t;

$R\frac{t}{m}$ – доходность индекса компании в момент t.

$$CAR\frac{(x;y)}{i} = \sum_{t=x}^{y} AR\frac{t}{i}; \quad (3)$$

где (x; y) – продолжительность окна.

Тем не менее, существуют некоторые проблемы при данном анализе, так как выявить показатели доходности акций компании невозможно в случае, если организация не предоставляет публичную информацию о финансовых показателях. Также такой метод предусматривает, что финансовые рынки являются наиболее рациональным институтом, где агенты действуют разумно, информация объективна и не зависит от информационной кампании корпораций [8].

Другой метод – анализ финансовой отчетности при оценке сделки на операционную эффективность фирмы – предусматривает, что эффект от слияния и поглощения проявляются при определении будущих денежных потоков компании. В рамках исследования операционной эффективности в таком случае необходимо рассмотреть такие показатели, как выручка, издержки, капитальные затраты, амортизация, рентабельность и т.д. Как упоминалось ранее, исследователи анализируют показатели до и после сделки, а также сравнивают динамику финансовой активности со средними показателями по индустрии.

В данном контексте следует отметить ряд исследований, в которых была использована методика анализа финансовой отчетности компании. Так, в работе Мартыновой и Реннебуга основное внимание было уделено финансовым показателям компании и влияние сделок слияния и поглощения на долго-

срочную прибыль корпораций. Также ученые стремились сравнить показатели схожих компаний. Они пришли к выводу, что до сделки слияния анализируемые фирмы имели некоторые преимущество по сравнению с другими организациями, а уже после поглощения общая рентабельность снижается. Помимо этого, авторы пришли к выводу, что большое влияние имеет враждебность и дружественность подобного рода сделок. В случае, если компания поглощает организацию-конкурента это, как правило, приводит к снижению финансовой активности, а при противоположных договоренностях – наоборот [9]. Другой исследователь Алоук Гош провел сравнение операционной эффективности корпораций со средними значениями в индустрии. В итоге, автор пришел к выводу, что сделки поглощения и слияния не приводят к существенному улучшению финансовых показателей компании [10]. Существуют и более позитивные оценки сделок M&A. Так, хорватские исследователи провели анализ рынка своей страны и пришли к выводу, что в течение 3 лет после сделки M&A компании улучшают показатели операционной эффективности [11].

Также используются и иные методы оценки эффективности сделки, отметим, что зачастую используется несколько методов, как до, так и после совершения сделки, так как единого метода не существует до сих пор, поэтому применяется комплексный подход.

Выводы

Таким образом, сделка слияния и поглощения имеет достаточное количество трактовок, что говорит о большой распространенности подобного рода соглашений. В случае поглощения какого-либо предприятия фирма-покупатель может расширить свои возможности, но при этом она сталкивается с нехваткой средств в связи с крупным приобретением. Также проблемой для корпораций может стать и противодействие антимонопольных служб, которые не заинтересованы в усилении одного из участников рынка. В случае слияния две компании стремятся объединить свои возможности с целью получения наибольшей выгоды. Сам процесс слияния и поглощения занимает значительное количество времени. Во многом это связано с поиском наиболее оптимального варианта заключения сделки, а также переговоры с государствами, которые могут выступить против такого процесса. Для оценки итогов сделки слияния существует большое количество методов, однако для комплексного анализа и более качественных выводов следует применять комплексный подход, подразумевающий использование как количественных, так и качественных показателей сделки.

Литература

1. Карасева Е.Д. Операционная эффективность предприятия // Индустриальная экономика. 2018. № 1. С. 23-25.

2. Дуболазова Ю.А. Малевская-Малевич Е.Д. Оценка эффективности слияния и поглощения компаний. [Электронный ресурс]. URL: https://research-journal.org/archive/11-42-2015-december/ocenka-effektivnosti-sliyaniya-i-pogloshheniya-kompanij (дата обращения 29.03.2025).

3. Ивашковская И.В., Башкуева С.А., Григорьева С.А., Кокорев Д.А., Кокорева М.С., Макеева Е.Ю., Скворцова И.В., Степанова А.Н., Тарасова Е.О. Стратегические финансовые решения компаний на развивающихся рынках капитала: монография / Под общ. ред.: И. В. Ивашковская. М.: КноРус, 2019.

4. Виниченко Т.С. Методология оценки эффективности сделок слияний и поглощений // Молодой ученый. 2019. № 50. С. 174-176.

5. Порошина И.Н. Методы оценки эффективности сделок слияния и поглощения // Научный журнал, 2018. № 3 (26). С. 64-66.

6. Цалин В.О., Бондарев А.В., Подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения // Новые вызовы для менеджмента во времена неопределенности. 2023. С. 506.

7. Dodd P. Company Takeovers and the Australian Equity Market // Australian Journal of Management. 1976. Vol. 1 (2). P. 15-27.

8. Martynova M., Renneboog L. The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave // European Financial Management, European Financial Management Association, 2011. Vol. 17 (2). P. 208-259.

9. Martynova M., Renneboog L. Mergers and Acquisitions in Europe. (CentER Discussion Paper; Vol. 2006-6). Tilburg: Finance. 2006. 83 p.

10. Ghosh A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? // Journal of Corporate Finance, 2001. Vol. 7. P. 151-178.

11. Šunje A., Rahimić Z., Filipović D. The importance of compatibility in management style for successful change management in acquired companies // Ekonomski pregled, 2012. № 63 (7-8). P. 379-396.

12. Sugiarto A. The Effect of Mergers and Acquisitions on Shareholder Returns: дис. ... докт. бизнес-администрирования. Melbourne, 2000. 210 p.