

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ

УДК 332.4

**ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СТРАТЕГИИ ИНТЕГРАЦИОННОЙ СДЕЛКИ**

**<sup>1</sup>И.Н. Александров, <sup>2</sup>А.В. Исаков, <sup>3</sup>И.А. Чеховских, <sup>4</sup>Е.М. Оль, <sup>4</sup>А.А. Василенкова**

<sup>1</sup> Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого, Санкт-Петербург, email: a7830298@gmail.com

<sup>2</sup> Санкт-Петербургский государственный университет телекоммуникаций им. проф. М.А. Бонч-Бруевича, Санкт-Петербург

<sup>3</sup> Санкт-Петербургский государственный университет ветеринарной медицины, Санкт-Петербург

<sup>4</sup> Санкт-Петербургский государственный аграрный университет, Санкт-Петербург

***Аннотация.** В статье проводится комплексный анализ стратегически значимых сделок слияния и поглощения (M&A) как ключевого элемента корпоративного стратегического управления. Разрабатывается и детализируется авторский методический подход к оценке эффективности таких сделок, основанный на оценке динамики потенциала предприятия-инициатора интеграции. Центральным элементом исследования является концепция потенциала хозяйствующего субъекта, определяемая как совокупность приведенной стоимости наиболее предпочтительных проектов. Предложенная модель дополнена подробным описанием необходимого информационного обеспечения на каждом этапе оценки, включая ретроспективный анализ, прогнозирование денежных потоков и определение ставок дисконтирования. Рассмотрены практические аспекты сбора данных из внутренних и внешних источников в условиях информационной асимметрии.*

***Ключевые слова:** стратегический потенциал, слияния и поглощения (M&A), интеграционные сделки, оценка эффективности, информационное обеспечение, денежные потоки, ставка дисконтирования, синергетический эффект.*

**EVALUATION OF THE EFFECTIVENESS OF THE INTEGRATION TRANSACTION STRATEGY**

**<sup>1</sup>I.N. Aleksandrov, <sup>2</sup>A.V. Isakov, <sup>3</sup>I.A. Chekhovskikh, <sup>4</sup>E.M. Ol, <sup>4</sup>A.A. Vasilenkova**

<sup>1</sup> Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University, St. Petersburg, email: a7830298@gmail.com

<sup>2</sup> St. Petersburg State University of Telecommunications named after Prof. M.A. Bonch-Bruevich, St. Petersburg

<sup>3</sup> St. Petersburg State University of Veterinary Medicine, St. Petersburg

<sup>4</sup> Saint Petersburg State Agrarian University, St. Petersburg

***Abstract.** The article provides a comprehensive analysis of strategically significant mergers and acquisitions (M&A) transactions as a key element of corporate strategic management. The author's methodological approach to evaluating the effectiveness of such transactions is being developed and detailed, based on an assessment of the dynamics of the initiator's potential. The central element of the study is the concept of the potential of an economic entity, defined as a combination of the present value of the most preferred projects and the potential residual value. The proposed model is complemented by a detailed description of the necessary information support at each stage of the assessment, including a retrospective analysis, forecasting cash flows and determining discount rates. The practical aspects of data collection from internal and external sources in the context of information asymmetry are considered.*

***Keywords:** strategic potential, mergers and acquisitions (M&A), integration transactions, efficiency assessment, information support, cash flows, discount rate, synergetic effect.*

Дата поступления статьи в редакцию: 12.11.2025

Дата принятия статьи в печать: 22.12.2025

**Введение**

Современная корпоративная среда характеризуется высокой динамикой и обострением конкурентной борьбы на глобальном уровне. В этих условиях интеграционные сделки, такие как слияния и погло-

щения (M&A), становятся не просто инструментом роста, а стратегическим императивом для компаний, стремящихся к укреплению рыночных позиций, диверсификации деятельности, получению доступа к новым технологиям и рынкам сбыта. Однако, как показывает статистика, значительная часть таких сделок не достигает поставленных стратегических и финансовых целей, что зачастую связано с некорректной оценкой их потенциальной эффективности на прединтеграционной стадии [1,2].

Актуальность исследования обусловлена необходимостью разработки комплексных и адаптивных методов оценки, которые выходили бы за рамки традиционного финансового анализа и учитывали стратегический потенциал компании в долгосрочной перспективе. Существующие подходы, сфокусированные преимущественно на анализе текущей рыночной капитализации или дисконтированных денежных потоках от существующих активов, зачастую не в состоянии адекватно оценить скрытые резервы и синергетические эффекты, возникающие в результате интеграции.

Авторы исследований, которые систематизируют накопленные знания о факторах успеха и причинах неудач в сфере M&A [3-6] не только констатируют высокий процент неудачных сделок, но и выделяют ключевые проблемы: переоценку синергетического эффекта, недооценку культурных и организационных различий, а также ошибки на этапе пост-интеграционного управления. Это служит важным предостережением и обоснованием необходимости учета не только финансовых, но и стратегических, операционных и человеческих аспектов интеграционных сделок.

### **Цель исследования**

Целью статьи является развитие и углубление ранее предложенного авторами методического аппарата для оценки эффективности интеграционных сделок на основе оценки изменения стратегического потенциала хозяйствующего субъекта [7], а также детализация системы информационного обеспечения данного процесса. Для достижения этой цели в работе решаются следующие задачи: уточнение понятия «потенциал хозяйствующего субъекта»; формализация модели его расчета; разработка формул для оценки приращения потенциала при слияниях и поглощениях; и, что наиболее важно, формирование комплексного перечня информационных требований и источников для практической реализации предложенного подхода.

### **Методологическая основа оценки стратегического потенциала**

В рамках данного исследования стратегический потенциал ( $P^k$ ) хозяйствующего субъекта ( $k$ ) понимается, как его интегральная способность генерировать стоимость в долгосрочном периоде, выходящая за рамки операционной деятельности и учитывающая будущие возможности развития. Данная категория является более широкой, чем традиционная рыночная стоимость, поскольку включает в себя не только стоимость существующих активов, но и приведенную стоимость будущих инвестиционных возможностей.

### **Результаты исследования**

В отличие от классических моделей оценки бизнеса (доходного, затратного и сравнительного), предлагаемый подход синтезирует их элементы. Из доходного подхода заимствован принцип дисконтирования будущих денежных потоков. Из затратного – внимание к стоимости чистых активов. Однако ключевым отличием является акцент на проектном подходе и введение концепции потенциальной остаточной стоимости (ПОС), которая призвана капитализировать способность компании эффективно использовать свои активы после окончания явного прогнозного периода, тем самым учитывая ценность ее интеллектуального капитала, бренда и организационных компетенций.

Формализовано потенциал предлагается рассчитывать по следующей формуле:

$$P^k = B^k + S^k, \quad (1)$$

где  $P^k$  – стратегический потенциал хозяйствующего субъекта  $k$ ;

$B^k$  – сумма чистых приведенных стоимостей (NPV) портфеля наиболее предпочтительных проектов (НПП) субъекта  $k$ ;

$S^k$  – потенциальная остаточная стоимость (ПОС) субъекта  $k$  на конец периода планирования.

Формирование портфеля наиболее предпочтительных проектов (НПП). Критически важным этапом является формирование портфеля НПП, который должен репрезентативно отражать все направления будущего роста компании. Данный портфель структурируется по трем группам:

Группа М1: Действующие проекты. Включает текущую операционную деятельность, генерирующую стабильные денежные потоки. Анализ основан на ретроспективных данных с экстраполяцией тенденций.

Группа М2: Запланированные проекты. Включает проекты, находящиеся на стадии активной разработки или утвержденные инвестиционные программы, по которым уже начато или вот-вот начнется финансирование.

Группа М3: Опционные проекты. Наиболее сложная для оценки группа, включающая стратегические инициативы, НИОКР, опционы на расширение в новые рыночные ниши. Их оценка требует применения методов реальных опционов и сценарного анализа.

Совокупный NPV портфеля НПП рассчитывается как:

$$B^k = \sum_{i=1}^w NPV(m_{1i}) + \sum_{j=1}^q NPV(m_{2j}) + \sum_{t=1}^g NPV(m_{3t}). \quad (2)$$

Традиционный подход в оценке бизнеса часто сводит терминальную стоимость к стоимости ликвидации или предполагает вечный рост на незначительном уровне. В высокотехнологичных и динамичных отраслях это недопустимо. Предлагаемая модель рассматривает ПОС как функцию не от будущих денежных потоков, а от способности компании продолжать эффективно использовать свой активный капитал. Формула для расчета ПОС выглядит следующим образом:

$$S^k = A_1^k \cdot \alpha^k, \quad (3)$$

$$\alpha^k = \eta \cdot \frac{B^k}{A^k}. \quad (4)$$

где  $A_1^k$  – дисконтированная к дате оценки стоимость чистых активов (за вычетом денежных средств) на конец прогнозного периода;

$\alpha^k$  – коэффициент эффективности использования активов, являющийся ключевым мультипликативным фактором.

Отношение  $B^k / A^k$  показывает, во сколько раз совокупный доход от проектного портфеля за период планирования превосходит стоимость начальных активов. Это аналог рентабельности активов (ROA), но рассчитанный на основе NPV, а не бухгалтерской прибыли.

$\eta$  – поправочный коэффициент, отражающий вероятность сохранения компанией своего стратегического профиля и конкурентных преимуществ после горизонта планирования ( $0 \leq \eta \leq 1$ ). Он может оцениваться экспертным путем или на основе анализа устойчивости бизнес-модели.

Таким образом, итоговая формула потенциала приобретает вид:

$$P^k = B^k + A_1^k \cdot \eta \cdot \frac{B^k}{A^k}. \quad (5)$$

Важно подчеркнуть преимущества предложенного подхода по сравнению с классическими методами. Модель дисконтированных денежных потоков (DCF) в чистом виде сильно зависит от точности прогноза на вечный период, что в условиях волатильности рынка является слабым местом. Сравнительный подход (компаний-аналогов) может не учитывать уникальные стратегические особенности и синергетический потенциал конкретной сделки. Затратный подход часто недооценивает нематериальные активы. Предлагаемая модель, объединяя сильные стороны этих методов и вводя понятие проектного портфеля и коэффициента эффективности  $\alpha$ , позволяет получить более обоснованную и ориентированную на будущее оценку стратегического потенциала.

### Оценка приращения потенциала в результате интеграционных сделок

Эффективность сделки М&А определяется тем, насколько объединенная структура превосходит по своему стратегическому потенциалу сумму потенциалов участников до интеграции. Предложенный аппарат позволяет количественно оценить это приращение.

Оценка синергетического эффекта. Ключевым источником приращения потенциала является синергия. В рамках модели она может быть учтена несколькими путями:

Операционная синергия: Снижение издержек (экономия на масштабе, оптимизация цепочек поставок) напрямую увеличивает денежные потоки по проектам групп М1 и М2 объединенной компании.

Финансовая синергия: Снижение стоимости капитала за счет оптимизации структуры финансирования ведет к снижению ставки дисконтирования, что увеличивает NPV проектов ( $B^k$ ) и итоговый потенциал ( $P^k$ ).

Стратегическая синергия: Открытие доступа к новым рынкам, технологиям и компетенциям приводит к формированию принципиально новых проектов в группе МЗ, которые были недоступны компаниям по отдельности.

При поглощении одной компанией (k) другой (l) приращение потенциала инициатора ( $\Delta P_n^k$ ) рассчитывается как разность между его потенциалом после поглощения ( $P^{\{k+l\}}$ ) и до него ( $P^k$ ):

$$\Delta P_n^k = B^{k+l} + A_1^{k+l} \cdot \eta_1 \cdot \frac{B^{k+l}}{A^{k+l}} - B^k - A_1^k \cdot \eta_2 \cdot \frac{B^k}{A^k}. \quad (6)$$

В случае объединения базовой структуры и компании-цели в виде слияния, предлагается оценивать приращение потенциала по формуле (7):

$$\Delta P_c^k = (B^{k+l} + A_1^{k+l} \cdot \eta_1 \cdot \frac{B^{k+l}}{A^{k+l}}) \cdot d - B^k - A_1^k \cdot \eta_2 \cdot \frac{B^k}{A^k}. \quad (7)$$

Любая интеграционная сделка сопряжена с рисками, которые могут нивелировать потенциальную синергию. В предлагаемую модель целесообразно ввести корректировки на риск. Для этого можно использовать метод сценариев (оптимистический, пессимистический, базовый) при прогнозировании денежных потоков по НПП. Кроме того, ставку дисконтирования для проектов объединенной компании, особенно для группы МЗ, следует увеличивать на премию за риск интеграции, которая может быть оценена экспертным путем на основе анализа опыта прошлых неудачных сделок в отрасли, различий в корпоративных культурах и сложности предстоящей реорганизации. Это позволит получить не точечную, а интервальную оценку приращения потенциала, что более реалистично для принятия управленческих решений.

#### **Комплексное информационное обеспечение процесса оценки**

Реализация предложенного подхода требует привлечения обширного массива качественной информации. Ее сбор, верификация и анализ составляют основу трудоемкости процесса оценки.

Проблема информационной асимметрии. На начальных этапах переговоров компания-инициатор сталкивается с острой нехваткой внутренней информации о компании-цели. Для минимизации рисков необходимо проведение всесторонней процедуры Due Diligence (комплексной проверки). В рамках нашего подхода Due Diligence фокусируется не только на финансовой и юридической составляющих, но и на стратегической и операционной: анализе портфеля проектов цели, состоянии ее ключевых активов, качестве управленческой команды и потенциале. Источниками информации на этом этапе, помимо данных, предоставляемых самой целью, служат отчеты аналитических и консалтинговых агентств, отраслевые базы данных, патенты, мнения отраслевых экспертов.

Рассмотрим этапы информационного обеспечения применения подхода.

##### **1. Ретроспективный анализ и сбор исходных данных.**

Цель этапа – построить надежную основу для прогнозирования. Анализируется финансовая (форма №1, №2) и управленческая отчетность за 3-5 лет, номенклатура продукции, структура издержек, динамика капитальных вложений, история реализованных проектов. При работе с компанией-целью привлекаются также данные кредитных бюро, реестров юридических лиц, судебных решений.

Анализ макро- и микроэкономического окружения. Прогнозирование денежных потоков невозможно без понимания контекста. Эксперты должны анализировать:

Макроэкономические тренды: темпы роста ВВП, уровень инфляции, ключевая ставка ЦБ, курсы валют.

Отраслевые тенденции: стадия жизненного цикла отрасли, уровень конкуренции, появление новых технологий-субститутов, регулирование.

Рыночную конъюнктуру: емкость рынка, темпы его роста, концентрацию игроков, барьеры входа.

##### **2. Идентификация и классификация проектов (НПП). Определение горизонта планирования.**

На этом этапе экспертная группа формирует исчерпывающий перечень проектов для групп М1, М2, М3. Длительность прогнозного периода (Т) является переменной величиной и должна быть достаточной для выхода ключевых проектов на полную мощность и стабилизации денежных потоков. Для большинства отраслей этот период составляет 5-10 лет. Критерием выбора является принцип разумной достоверности прогноза.

3. Определение ставки дисконтирования и прогнозирование денежных потоков.

Специфика определения ставки дисконтирования. Для оценки проектов с разным уровнем риска должна применяться дифференцированная ставка дисконтирования. Наиболее предпочтительным методом является модель WACC (средневзвешенная стоимость капитала), адаптированная для конкретного проекта. Для ее расчета требуется информация о структуре капитала, стоимости собственного капитала (например, рассчитанной по модели CAPM) и стоимости заемного капитала. Для проектов группы МЗ, характеризующихся высоким риском, может применяться метод кумулятивного построения или скорректированная ставка на основе WACC. Источники данных: фондовые биржи (для расчета бета-коэффициентов), данные по доходности государственных облигаций (безрисковая ставка), кредитные рейтинги компании.

Прогноз денежных потоков по каждому проекту требует детальной проработки. Нужно сформировать:

- инвестиционные затраты: календарный план финансирования, стоимость оборудования, строительно-монтажных работ, НИОКР;
- операционные доходы: прогноз объемов продаж и цен, учитывающий эластичность спроса, действия конкурентов, планы по маркетингу;
- операционные расходы: структура переменных и постоянных издержек (сырье, ФОТ, энергия, аренда, администрирование);
- объем и сложность обрабатываемых данных делают целесообразным использование специализированного программного обеспечения для финансового моделирования для анализа чувствительности, а также систем бизнес-аналитики (BI-системы) для агрегации данных из различных источников. Это позволяет строить многовариантные сценарии (оптимистический, пессимистический, базовый) и оценивать устойчивость итогового показателя потенциала к изменениям ключевых допущений.

4. Консолидация расчетов и итоговая оценка эффективности.

На финальном этапе результаты расчетов по всем НПП консолидируются, определяется ПОС и рассчитывается итоговый потенциал. Положительное значение  $\Delta P$  из формул (6) и (7) свидетельствует о стратегической целесообразности сделки. Однако, окончательное решение должно приниматься с учетом качественных факторов: культурной совместимости компаний, рисков интеграции и возможностей по удержанию ключевого персонала.

Эффективность методологии должна проверяться не только на прединтеграционной стадии, но и после завершения сделки. Предлагается внедрить систему пост-интеграционного мониторинга, которая будет отслеживать фактические денежные потоки от реализованных НПП и сравнивать их с прогнозными значениями. Это позволит провести ретроспективный анализ точности проведенной оценки, выявить систематические ошибки в прогнозировании и уточнить значения таких параметров, как коэффициент  $\eta$  и премия за риск интеграции для будущих сделок. Такой замкнутый цикл управления знанием повысит качество корпоративной стратегии M&A в долгосрочной перспективе.

**Выводы**

Разработанный в статье методический подход предоставляет менеджменту и собственникам компаний комплексный инструмент для обоснования стратегических решений в области M&A. Его ключевыми преимуществами являются: ориентация на долгосрочный стратегический потенциал, а не на сиюминутные финансовые показатели; учет стоимости будущих инвестиционных возможностей (реальных опционов); и прозрачная связь между операционными прогнозами и итоговой оценкой.

Успешное применение подхода напрямую зависит от качества и полноты его информационного обеспечения. Сбор и анализ данных должны носить итеративный характер, постоянно уточняясь по мере углубления переговорного процесса и проведения анализа. Преодоление информационной асимметрии является критическим фактором успеха.

Дальнейшее развитие представленной модели видится в следующих направлениях:

- формализация методик оценки коэффициента  $\eta$ ;
- интеграция методов реальных опционов для более точной оценки проектов группы МЗ;
- разработка отраслевых корректировок для коэффициента эффективности использования активов ( $\alpha$ );
- создание стандартизированных шаблонов для сбора и анализа информации, что позволит автоматизировать часть расчетов и снизить субъективизм экспертных оценок.

## Литература

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп–Бизнес», 2017. 576 с.
2. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 7<sup>th</sup> ed. McKinsey & Company, 2020.
3. Damodaran A. The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses. FT Press, 2018.
4. Haleblan J., Devers C.E., McNamara G., Carpenter M.A., Davison R.B. Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda // Journal of Management. 2009. Vol. 35. No 3. P. 469-502
5. Соколов Б.И. Институты финансовой информации // Финансы и кредит. 2013. № 31. С. 2-16. EDN: QZМОКН.
6. Sirower M.L., Sahni S. Avoiding the “Synergy Trap”: A Practical Guide to M&A Decisions for Managers and Boards // Journal of Applied Corporate Finance. 2006. Vol. 18. No 3. P. 83-95.
7. Александров И.Н., Фёдорова М.Ю. Оценка эффективности стратегии интеграционных сделок через оценку изменения потенциала предприятия // Политематический сетевой электронный научный журнал Кубанского государственного аграрного университета. Краснодар: КубГАУ, 2014. № 03(097). EDN: SDCECZ.

