

МИНОБРНАУКИ РОССИИ
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«САРАТОВСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ
Н.Г. ЧЕРНЫШЕВСКОГО»

Кафедра финансов и кредита

АВТОРЕФЕРАТ

на выпускную квалификационную работу (бакалаврскую работу)

по направлению 38.03.01 Экономика

профиль «Финансы и кредит»

студентки 4 курса экономического факультета

Алимбоевой Нурафшон Баходир кизи

**Тема работы: «Слияния и поглощения в зарубежной и российской
практике»**

Научный руководитель:

зав. кафедрой финансов и кредита,

к.э.н., доцент

_____ О. С. Балаш

Зав. кафедрой финансов и кредита,

к.э.н., доцент

_____ О. С. Балаш

Саратов 2022

В связи с быстроменяющимися условиями рынка и усилением экономических связей между национальными хозяйствами интеграционные процессы играют важную роль, так как компании стремятся не только обеспечить себе выживаемость, но кроме того, улучшить свое положение на рынке и адаптироваться к изменениям с наименьшими потерями. Также стоит отметить, что по результатам регулярного отчета «Management Tools & Trends», опубликованного Bain & Company по итогам опроса топ-менеджеров из более чем 70 стран, слияния и поглощения были включены в список 25 актуальных бизнес-технологий 2018 года [Ошибка! Источник ссылки не найден., с. 5].

На современном этапе ежедневно проводится как минимум одна сделка по слиянию и поглощению, и при этом четыре из пяти долларов США направляются не на формирование новых компаний и освоение новейших технологий, а на покупку финансовых активов уже существующих и работающих на рынке компаний [Ошибка! Источник ссылки не найден., с. 48].

Несмотря на то, что существует общность в механизмах реализации слияний и поглощений в разных странах, но, тем не менее, в силу специфики экономики каждой страны, особенностей и длительности развития рынка M&A, тем самым обуславливается характеристика сформировавшегося рынка M&A в каждой стране. Также можно отметить, что взгляды многих ученых-экономистов расходятся в некоторых аспектах процесса слияний и поглощений. Так это обуславливает существование проблематики дефиниции понятия «слияния и поглощения», многообразия подходов к классификации видов сделок M&A и др.

Также стоит отметить, что кроме выше указанных причин слияний и поглощений существуют множество других мотивов при интеграции бизнеса. Мотивы слияний и поглощений зависят от конечной цели, к которой стремятся интегрируемые компании. По данной тематике существует множество исследований, в результате которых были систематизированы мотивы

компаний и выделаны различные мотивационные теории. И в данной работе рассмотрены основные мотивационные теории.

Проблему слияний и поглощений рассматривали в своих трудах такие ученые С. Майерс, Д. Депаμφилис и Р. Брейли, П. Гохан, А. Р. Лажу, С. Ф. Рид, С. Брэгг и многие другие.

Целью выпускной квалификационной работы выступает изучение слияний и поглощений в зарубежной и российской практике. В соответствии с целью выделяются задачи:

- дать определение понятиям слияние и поглощение
- рассмотреть типы слияний и поглощений
- изучить мотивы слияний и поглощений
- исследовать риски слияний и поглощений
- выделить особенности слияний и поглощений в России и за рубежом
- исследовать зарубежный рынок слияний и поглощений
- проанализировать рынок слияний и поглощений в России
- построить эконометрическую модель рынка слияний и поглощений в России.

Предметом выпускной квалификационной работы является процессы слияния и поглощения. Объектом выступает рынок слияния и поглощения в России и в зарубежных странах.

Информационную базу составили учебная, научная и методическая литература по рассматриваемому вопросу, проблемные статьи в средствах массовой информации, электронные ресурсы удаленного доступа, данные статистики.

Выпускная квалификационная работа состоит из двух глав, введения и заключения. Содержит 14 рисунков, 6 таблиц и 45 использованных источников.

В первой главе рассмотрено, что подразумевает под собой понятие «слияние и поглощение», какие подходы определения существует в

экономической литературе в России и за рубежом, также рассмотрена классификация сделок M&A, многообразие существующих типологий мотивов при слияниях и поглощениях, риски, возникающие при проведении подобных сделок и проанализированы особенности российского и рынка и зарубежных рынков слияний и поглощений.

Во второй главе проанализировано современное состояние рынка M&A в мире, рассмотрены тенденции, которые существуют на данном рынке и приведена динамика рынка за 11 лет. Также проанализировано современное состояние российского рынка слияний и поглощений в отраслевом разрезе, приведена динамика рынка за 11 лет и обобщены результаты эмпирического анализа российских сделок слияния и поглощения за 1995-2021. Рассмотрено влияние макроэкономических показателей на рынок слияний и поглощений с помощью теста Грэнжера, временной характер деятельности по слияниям и поглощениям в России моделируется с использованием авторегрессионной модели интегрированной скользящей средней (ARIMA). Доказывается, что линейная модель качественно описывает ряд. Раскрываются характерные особенности динамического ряда интеграционных сделок.

В заключении сделаны выводы и предложения.

Основное содержание работы

В первой главе были рассмотрены различные подходы зарубежных и отечественных исследователей к определению понятия «слияния и поглощения». Было выявлено, что единой интерпретации понятия «M&A» не существует. Также можно отметить, что в силу различия в опыте и законодательстве подходы зарубежных и отечественных исследователей имеют некоторые отличия. По мнению большинства авторов, «слияние» следует рассматривать как объединение всех активов и обязательств фирм, участвующих в сделке, в рамках одной компании, а «поглощение» как получение права собственности на компанию, которое реализуется посредством выкупа ее акций или активов. Изучена классификация сделок слияний и поглощений. Стоит отметить, что знание классификации типов сделок слияний

и поглощений позволяет более точно обозначить цель и характер процессов слияний и поглощений и выбрать правильное направление в развитии компании. Так вид сделок слияния и поглощения компаний зависит от нынешних реалий рынка, которые определяют цели компании, от выбранной стратегии и доступности ресурсов. Собственно поэтому, для того чтобы добиться от сделки большего эффекта, следует включать в расчет особенности определенного вида сделок M&A, которая существенно влияет на предполагаемые показатели результативности. Исследованы разные мотивационные теории слияний и поглощений. Приведенная в работе типология не является полной и исчерпывающей, были рассмотрены только те теории, которые кардинально отличаются друг друга. Стоит подчеркнуть, что не всегда слияния и поглощения приносят желаемый экономический эффект, не всегда способствуют созданию стратегических преимуществ и открывают новые перспективы для развития. Рассмотрены риски, которые возникают при слияниях и поглощениях. Необходим детальный и структурный анализ каждого этапа сделок, чтобы спрогнозировать возможные риски и провести оценку рисков и их последствий, чтобы при столкновении с ними устранить риски, в крайнем случае, нивелировать их. Проанализированы и выявлены особенности российского и зарубежных рынков слияний и поглощений. Ввиду особенностей становления российской судебной и законодательной системы, а также из-за существующих прецедентов оппортунистического поведения участников, слияния и поглощения в России часто принимали форму, сильно отличную от общепринятого понимания сделок слияния и поглощения как покупки акций. В начале XXI века слияния и поглощения в нашей стране иногда осуществлялись с использованием недоработок акционерного законодательства и судебно-правовой системы. В настоящий момент можно наблюдать позитивные изменения в области регулирования сделок слияний и поглощений на территории Российской Федерации в соответствии с российским законодательством. Введение новых законов/поправок привело к тому, что российское законодательство стало более гибким и удобным в применении для

совершения таких сделок. Также можно отметить, что механизм осуществления слияний и поглощений имеет общие черты в развитых и развивающихся странах, но в тоже время имеет свойственные каждой стране правовые и социальные отличия.

Во второй главе исследован мировой рынок слияний. За 2021 сделки на мировом рынке M&A совершались активнее в разных сферах, чем ожидалось по прогнозам. Так стоимость сделок подряд за три квартала была более 1 трлн. долл., такого не происходило даже в период 2007-2008 гг., когда было установлен рекордный объем сделок на мировом рынке M&A. количество объявленных сделок по всему миру в 2021 году превысило 62 000, что на 24 % больше показателя 2020 года. Суммы сделок достигли самого высокого показателя за все время – 5,1 трлн. долл. США, включая 130 мега-сделок на сумму свыше 5 трлн. долл. США, что на 57 % больше, чем в 2020 году. Подобный рекорд наблюдался в 2007 году, когда сумма сделки составила 4,2 трлн. долл. США. Бурная деятельность на рынке слияний и поглощений в 2021 году подогревалась интенсивным спросом на технологии, цифровые и основанные на данных активы, а также усиливалась отложенным с 2020 года спросом на заключение сделок. Общий объем и количество сделок M&A в мире представлен на рисунке 1.

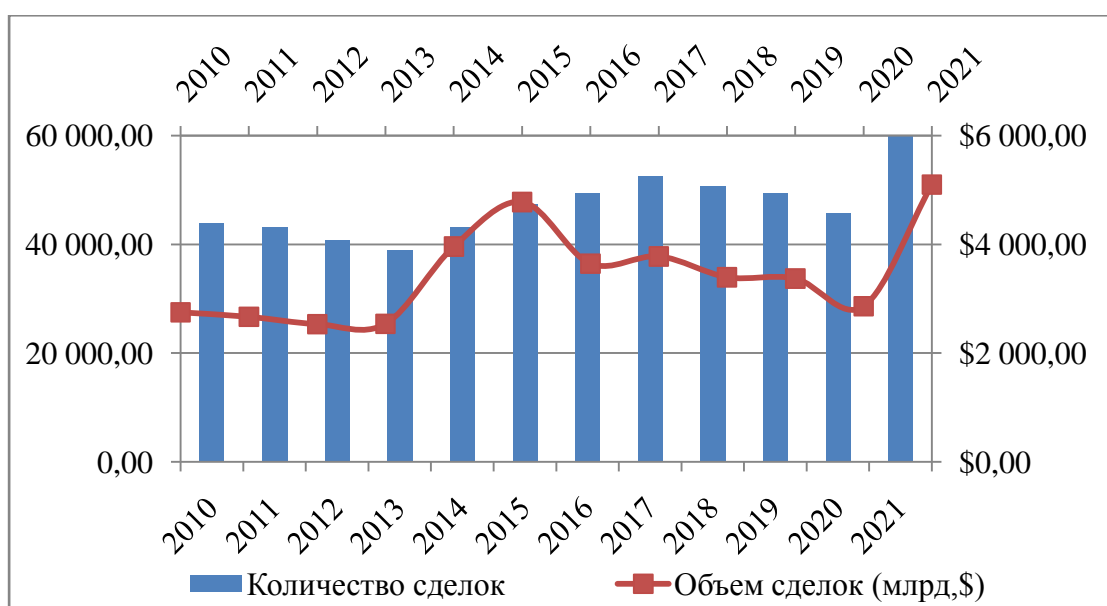


Рисунок 1 – Общий объем и количество сделок M&A в мире

Крупнейшими сделками 2021 года на мировом рынке M&A были: 1) Сделка на 43 млрд долл. между Discovery Inc. и подразделением WarnerMedia, принадлежащим AT&T Inc.; 2) Сделка на 40 млрд долл. между инвестиционной компанией Altimeter Growth Corp. и Grab Holdings Inc.; 3) Приобретение Canadian Pacific компании Kansas City Southern за 31 млрд долл.; 4) Сделка SPAC между Lionheart Acquisition Corporation II и MSP Recovery, LLC стоимостью 32,6 млрд долл.; 5) Сделка на 30 млрд долл. между компанией по лизингу самолетов AerCap Holdings NV и GE Capital Aviation Services, принадлежащая General Electric Company.

Тенденции на мировом рынке слияний и поглощений: 1) Прирост мегасделок. 2) Появление новых SPAC компаний, обеспечившие «бум» на мировом рынке M&A. 3) Лидирующие сферы по масштабам – здравоохранение, инновации и технологии. 4) При разработке стратегии и анализе рисков сделки по слиянию и поглощению все чаще берут в расчет факторы ESG. 5) Активное участие частных инвесторов за счет собственных и заемных средств, способствовавшее увеличению доли сделок с участием PE. Стоит отметить, факторы, вызвавшие рекордные показатели рынка в 2021 году, продолжают влиять на заключение сделок в 2022 году. Суммы сделок, как ожидается, останутся высокими из-за напряженной конкуренции между корпорациями, фондами прямых инвестиций и специализированными целевыми компаниями по слияниям и поглощениям (SPAC). Независимо от роста сдерживающих факторов (увеличение % ФРС, усиление надзора со стороны антимонопольных служб и т.д.), аналитики также отмечают, что существует беспрецедентный спрос практически на все инвестиционно-банковские продукты. Компании и инвесторы спешат заключить сделки в ожидании повышения процентных ставок.

Касаемо российского рынка слияний и поглощений общая стоимость сделок увеличилась на 17%, достигнув 46,47 млрд долларов по сравнению с 39,71 миллиарда долларов годом ранее. Количество транзакций также значительно увеличилось: в 2021 году было совершено 597 транзакций, а годом

ранее - 464 (+28,7%). Общая тенденция, как в России, так и за рубежом, позитивна для рынка слияний и поглощений. Хотя российский рынок отчасти отстает от глобального, но и здесь можно ожидать увеличения количества крупных сделок в непосредственном будущем. Как утверждает АКМ, по данным компаний на ближайшие полгода-год в планах реализация примерно 30 крупных сделок стоимостью \$100 млн. В большей степени это относится к строительным активам, также возможен рост количества крупных сделок в сфере телекоммуникаций, электроэнергетики и торговли. Динамика сделок M&A по сумме на российском рынке представлена на рисунке 2.

В то же время активы практически не изменились в цене. Средняя стоимость сделки, за исключением крупнейших, увеличилась на 4,6% в годовом исчислении до 43,4 млн долларов с 41,5 млн долларов в 2020 году. В то же время российские компании также смогут использовать SPAC для приобретения новых активов и выхода на зарубежные площадки, хотя это может быть замедлено политической напряженностью в конце 2021 года, а также возможными законодательными ограничениями на использование таких методов. Тем не менее, до сих пор государство не принимало никаких ограничительных мер в отношении SPAC. Базовый объем рынка слияний и поглощений (без учета крупнейших сделок на сумму от 1 миллиарда долларов и выше) увеличился значительно по сравнению с 2020 годом. В 2021 году он составил 25,45 миллиарда долларов, что на 33,9% больше, чем в предыдущем году.



Рисунок 2 – Динамика М&А по сумме на российском рынке

Рынок слияний и поглощений в сегменте MidCap продолжает восстанавливаться после начавшегося в 2014 году финансового спада и пандемией, но крупные компании уже справились с трудностями и начали активно участвовать на рынке слияний и поглощений. Динамика сделок М&А в России по средней стоимости и числу на рисунке 3.

В 2021 году компании, контрольный пакет которых принадлежит государству, заключили 55 сделок по покупке бизнеса на совокупную сумму 4,94 миллиарда долларов (10,6% от общей стоимости). Общий объем приобретений госкомпаниями сократился в 3,1 раза по сравнению с 2020 годом, в то время как в частном бизнесе объемы увеличились в 1,7 раза. Вместе с тем количество сделок с участием государства было самым высоким за весь период наблюдений, но только в абсолютном выражении — их доля от общего числа составила всего 9,2% (против 11,2% в 2020 году). Однако резкое падение не указывает на ослабление роли государства на рынке слияний и поглощений и обусловлено крупнейшей покупкой, совершенной госкомпаниями в декабре 2020 года — обменом активов между «Роснефтью» и «Независимой

нефтегазовой компанией» (ННК) на 11,1 млрд долларов.

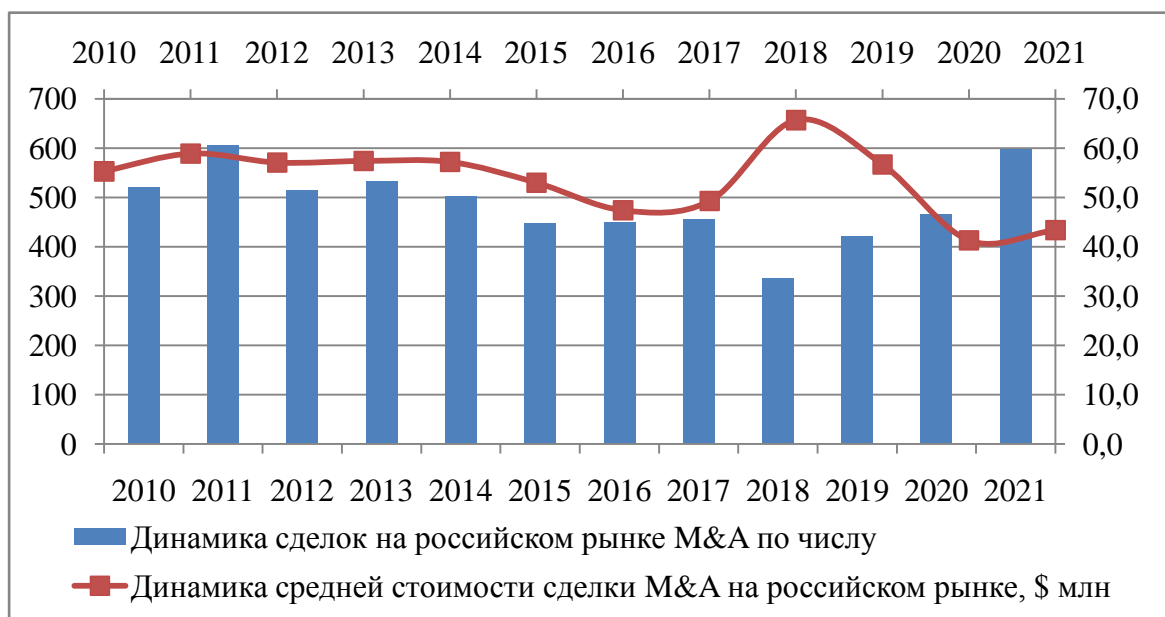


Рисунок 3 – Динамика сделок M&A в России по средней стоимости и числу

В 2021 году сделок такого объема не было. Стоит отметить, что в 2021 году средняя стоимость сделок с участием государственных компаний сократилась в 3,3 раза до 89,7 млн долларов, в то время как средняя стоимость сделок с участием частных компаний увеличилась на 30%.

Агенство АК&М представила пятерку отраслей, которая составляет преобладающую часть рынка слияний и поглощений. Строительство и девелопмент с 293 сделками на сумму 9,697 млрд долл. заняли *первое место* в рейтинге отраслей в 2021 году, этот результат выше на 36,5% чем предшествующем году. Отрасль составляет 49,1% рынка по количеству сделок и 20,9% рынка по объему. Крупнейшей транзакцией прошедшего года была сделка по продаже Сбербанком 100% "Евроцемент Групп" и прав требования по ее кредитам Михайловскому комбинату строительных материалов, входящему в холдинг "Смиком", за 2,201 миллиарда долларов. Данная сделка была третьей по величине за отчетный период.

Второе место в рейтинге отраслей в 2021 году занял топливно—энергетический сектор (14,7% от доли рынка) с 19 сделками на сумму 6,852 млрд долл., что в два раза ниже результата 2020 года. Самой крупной сделкой за этот период была приобретение «Сибан холдингом», основанного

владельцем A-Property Альбертом Авдоляном (70%) и экс-генеральным директором Sibantracite Group Максимом Барским (30%), 100% «Сибантрацит», международного лидера в добыче и экспорте антрацита. Данная сделка была четвертой по величине за 2021 год.

Химическая и нефтехимическая промышленность вышла на **третье место** с семью сделками на сумму \$6,41 млрд (доля рынка – 13,8%), что в 1,9 раза превышает показатель 2020 года. Стоимость самой крупной сделки в этой отрасли составляла 6,048 миллиарда долларов. Это было поглощение татарской ТАИФ «Сибуром», крупнейшей нефтехимической компанией в Восточной Европе. Сделка была второй по величине за всю историю мониторинга в отрасли и самой крупной, заключенных за весь 2021 год.

На четвертом месте по итогам года оказалась торговля, которая заняла 10,8% рынка слияний и поглощений в 2021 году, с 39 сделками на сумму 5,034 млрд долл., что в 2,6 раза больше, чем год назад (1,955 млрд долл.). Самая крупная сделка в этой отрасли — сделка по продаже Банком ВТБ своей доли в розничной сети "Магнит" инвестиционной компании Marathon Group и другим акционерам "Магнита" стоимостью в 1,339 млрд долл.

Пятое место заняли информационные технологии (ИТ) с 56 транзакциями на сумму 4,63 млрд долл., что составляет 10% от всей доли рынка. Самой крупной сделкой в отрасли была приобретение в январе Citrix Systems ИТ-компанией Wrike, разработчика платформы для совместной работы, у генерального директора и основателя Андрея Филева и фонда Vista Equity Partners за 2,25 миллиарда долларов. Эта сделка является второй по величине за год и первой среди трансграничных сделок. Удельный вес отраслей по объему и числу сделок на рынке M&A в России на рисунке 4.

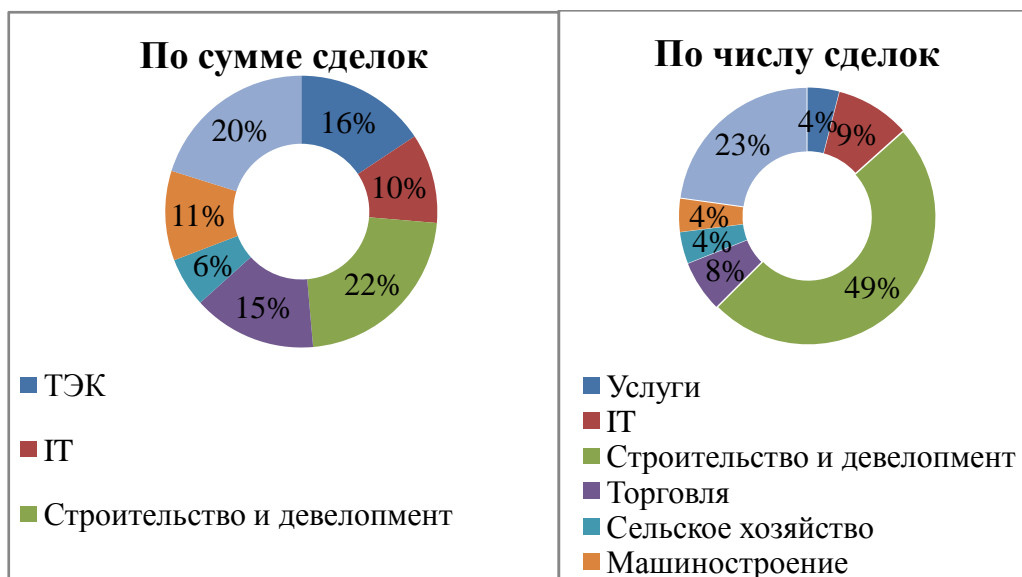


Рисунок 4 – Удельный вес отраслей по объему и числу сделок на рынке М&А в России

Стоит отметить, что в 2021 году сделки не были зафиксированы только в легкой промышленности и прочих производствах. В заключение стоит отметить, что российский рынок слияний и поглощений имеет большой потенциал, однако ввиду нестабильной ситуации в национальной экономике перспективы его развития по-прежнему остаются неясными. На данный момент показатели рынка слияний и поглощений нестабильны, и пока не определены инструменты для их нормализации.

Проведено эконометрическое исследование, которое позволило выявить причинно-следственную связь между рынком слияний и поглощений и макроэкономическим показателем при помощи теста Грэнджера, показатель ИПЦ оказывает статистически значимое влияние на рынок М&А в России. Результаты исследования представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Результаты исследования причинности по Грэнжеру для рынка М&А в России

Гипотезы		Коинтеграционн е отношение	Асимпт. р-значение	Вывод для гипотезы
H1	$CPI = 134 - 0,344 * CS$	- 0,344	0,006565	Принимается
H2	$CS = -6,26 + 0,409 * CTB$	0,409	0,1031	Отвергается
H3	$CS = -48,9 + 0,917 * IPP$	0,917	0,6452	Отвергается

H4	$CS = 34,3 + 0,000597 * M2$	0,000597	0,6502	Отвергается
H5	$CS = 11,9 + 0,112 * MR$	0,112	0,6861	Отвергается
H6	$CS = 45,4 + 0,00401 * PorD$	0,00401	0,625	Отвергается
H7	$CS = 119 - 9,91 * U$	- 9,91	0,5174	Отвергается
H8	$CS = 1,75 + 0,0956 * VTO$	0,0956	0,6365	Отвергается
H9	$CS = 29,3 + 0,000337 * VVP$	0,000337	0,6519	Отвергается

Графики временного ряда по объему и количеству слияний и поглощений в России представлены на рисунках 5 и 6.



Рисунок 5 – Динамика слияний и поглощений по количеству с 1995-2021



Рисунок 6- Динамика слияний и поглощений по объему с 1995-2021

Временной характер деятельности по слияниям и поглощениям в России был смоделирован с использованием авторегрессионной модели интегрированной скользящей средней (ARIMA).

Модель слияний и поглощений по стоимости в России имеет вид:
ARIMA(2, 1, 1)

Модель 1: ARIMA, использованы наблюдения 1996-2021 (T = 26)

Зависимая переменная: (1-L) CS

Стандартные ошибки рассчитаны на основе Гессииана

	<i>Коэффициент</i>	<i>Ст. ошибка</i>	<i>z</i>	<i>p-значение</i>	
	<i>m</i>				
const	1,91910	1,60033	1,199	0,2305	
phi_1	0,478757	0,193423	2,475	0,0133	**
phi_2	0,240941	0,195846	1,230	0,2186	
theta_1	-1,00000	0,113521	-8,809	<0,0001	***
Среднее завис. перемен	1,706538	Ст. откл. завис. перем	29,56633		
Среднее инноваций	1,700877	Ст. откл. инноваций	25,19108		
R-квадрат	0,476037	Исправ. R-квадрат	0,430475		
Лог. правдоподобие	-121,5837	Крит. Акаике	253,1674		
Крит. Шварца	259,4579	Крит. Хеннана-Куинна	254,9788		

Прогнозные по модели и исходные значения представлены в таблице 5.

Таблица 5 – Прогнозные значения объема слияний и поглощений

Год	Прогноз объема слияний и поглощений	Ст. ошибка	Доверительный интервал		
			3,32	-	102,07
2022	52,70	25,191	3,32	-	102,07
2023	57,85	27,929	3,11	-	112,59

Модель слияний и поглощений по количеству в России имеет вид:

ARIMA(4,2,1)

Модель 2: ARIMA, использованы наблюдения 1997-2021 (T = 25)

Зависимая переменная: (1-L)² KS

Стандартные ошибки рассчитаны на основе Гессииана

	<i>Коэффициент</i>	<i>Ст. ошибка</i>	<i>z</i>	<i>p-значение</i>	
	<i>m</i>				
const	0,617252	10,9001	0,05663	0,9548	
phi_1	-2,17533	0,136656	-15,92	<0,0001	***
phi_2	-2,22314	0,289454	-7,680	<0,0001	***
phi_3	-1,66383	0,281298	-5,915	<0,0001	***
phi_4	-0,649914	0,137320	-4,733	<0,0001	***
theta_1	1,00000	0,163941	6,100	<0,0001	***
Среднее завис. перемен	5,160000	Ст. откл. завис. перем	403,4258		
Среднее инноваций	3,527232	Ст. откл. инноваций	197,9288		
R-квадрат	0,561979	Исправ. R-квадрат	0,474375		
Лог. правдоподобие	-169,5612	Крит. Акаике	353,1224		
Крит. Шварца	361,6545	Крит. Хеннана-Куинна	355,4888		

Таблица 6 – Прогнозные значения количества слияний и поглощений

Год	Прогноз объема слияний и поглощений	Ст. ошибка	Доверительный интервал		
			101,00	-	876,87
2022	488,93	197,929	101,00	-	876,87
2023	648,82	256,552	145,99	-	1151,65

На основе моделей с 95 % вероятностью сделан прогноз объемов и количества слияний и поглощений без учета внешних шоков.

В заключение можно сделать вывод о том, что термин «слияния и поглощения» имеет множество подходов к определению, но их можно разделить на две группы. Одни ученые используют данный термин как единое словосочетание, а другие воспринимают «слияния и поглощения», как два разных термина. Но, по мнению большинства авторов, «слияние» следует рассматривать как объединение всех активов и обязательств фирм, участвующих в сделке, в рамках одной компании, а «поглощение» как получение права собственности на компанию, которое реализуется посредством выкупа ее акций или активов.

Также существует множество различных классификаций слияний и поглощений, но есть также основной критерий, встречающийся во многих работах, – характер интеграций.

В зависимости от того, чего ожидают участники сделки слияния и поглощения, каждый руководствуются различными мотивами. Существует множество мотивационных теорий, объясняющих те или иные действия участников сделки. Типология мотивов слияний и поглощений дополняется и совершенствуется в соответствии с развитием рынка M&A и экономики в целом. Также в постановке целей интеграции и рассмотрении той или иной сделки по слиянию и поглощению, необходимо учитывать и риски, сопутствующие данному процессу и тщательно проанализировать риски на каждом этапе сделки по интеграции.

Российский рынок слияний и поглощений начал развиваться относительно недавно, поэтому на данном этапе своего развития он имеет ряд ключевых

проблем, решение которых можно найти на основе опыта зарубежных стран, но с учетом специфики российской экономики.

На мировом рынке слияний и поглощений в 2021 был зафиксирован рекорд по объему и количеству, заключенных сделок. Этому явлению есть несколько объяснений: рост объема и количества мегасделок, большая часть заключенных сделок приходится на SPAC, активное участие частных инвесторов в сфере PE и т.д. Ожидается, что активность сохранится в 2022 году на глобальном рынке слияний и поглощений, но экономисты выражают опасения по поводу развития рынка M&A в перспективе из-за возможных изменений в конъюнктуре рынка и в законодательстве стран.

На российском рынке слияний и поглощений в 2021 также отмечается прирост объема и количества сделок по сравнению с 2020 годом. Наибольшую долю российского рынка слияний составили такие отрасли как строительство и девелопмент, топливно-энергетический сектор, химическая и нефтехимическая промышленность, торговля и информационные системы. Неоднозначная геополитическая ситуация, возможно, с одной стороны не повлияет на рынок слияний и поглощений, так как преобладающее большинство заключаемых сделок в России относится к внутренним, но с другой стороны ожидается спад, так как данная ситуация повлияет на иностранных инвесторов и может привести распродаже активов российских компаний ими.

Эконометрический анализ рынка M&A в России выявил, что среди макроэкономических показателей ИПЦ оказывает статистически значимое влияние на рынок M&A в России. Полученные модели (ARIMA) обладают высокой прогнозной характеристикой.