

ФИНАНСИРОВАНИЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ САНКЦИЙ

*О.В. ЗИНИША, кандидат экономических наук, доцент кафедры денежного обращения и кредита, Кубанский государственный аграрный университет
e-mail: zinisha@rambler.ru*

*И.В. РЫНДИНА, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономического анализа, статистики и финансов, Кубанский государственный университет
e-mail: iryndina@inbox.ru*

*Е.С. ПИСАРЕНКО, студент 2-го курса магистратуры экономического факультета, Кубанский государственный университет
e-mail: kpisarenko07@mail.ru*

Аннотация

В статье рассматриваются вопросы привлечения финансирования для осуществления слияний и поглощений российских компаний. Описываются возможные источники финансирования сделок, в зависимости от наличия которых компания определяет стратегию привлечения ресурсов для сделки. Выделяются различные методы финансирования и условия привлечения долговых и гибридных инструментов, используемых при стратегическом приобретении компании. Проводится анализ российского рынка M&A, изучается влияние внешней среды на активность слияний и поглощений.

Ключевые слова: слияния и поглощения, финансирование, инвестиционные ресурсы, методы финансирования, санкции.

Долгосрочное существование любой компании зависит от ее возможностей развивать свою деятельность эффективнее конкурентов. Залогом успешного функционирования компании является способность ее руководства использовать в своей деятельности стратегическое планирование и правильно выбирать варианты расширения бизнеса. Так, основная задача при разработке стратегии – определение наиболее экономически выгодного направления развития: компания может пе-

рераспределить ресурсы в рамках уже имеющихся направлений деятельности или через приобретение нового бизнеса.

Одним из традиционных инструментов реструктуризации активов выступает процедура слияния и поглощения (M&A), которая подразумевает стратегические действия собственников капитала, направленные на закрепление финансового контроля над одним или несколькими хозяйствующими субъектами посредством приобретения доли в их капитале либо покупки основных активов, а также объединения с другими собственниками капитала с целью достижения синергетического эффекта [1].

Методологической основой исследования послужили труды ученых, исследующих особенности использования инвестиционных ресурсов при осуществлении сделок M&A. Так, отдельные вопросы, связанные с процедурой проведения слияний и поглощений, изучались такими западными экономистами, как Р. Брейли, С. Майерсом, Ф. Эвансом, а также отечественными учеными А. Грязновой, М. Федотовой и др. Анализ и оценке форм и методов финансирования сделок M&A посвящены исследования И.И. Болотниковой, В.С. Денисова, Ю.В. Кузьминой.

В современной мировой экономике слияния и поглощения становятся инструментом развития бизнеса, позволяющим расширить

организационные и производственные возможности компании, привлечь инвестиции посредством формирования привлекательно-го облика для потенциальных инвесторов [5].

Успех слияния или поглощения зависит от ряда действий компании-приобретателя, поэтому руководству компании необходимо тщательно спланировать предполагаемую реструктуризацию [3]. Одним из главных вопросов при планировании сделки слияния/поглощения является вопрос финансирования сделки, т.е. обеспечения компании-покупателя финансовыми ресурсами, необходимыми для приобретения компании-цели.

Источники финансирования сделки можно разделить на 2 группы:

– внутренние, которые сформировались внутри компании в ходе ее деятельности (например, чистая прибыль, амортизационные отчисления и т.д.);

– внешние, которые компания получает путем мобилизации привлеченных и заемных средств [7].

Несмотря на доступность и быстроту мобилизации собственного капитала, а также более высокую прибыльность из-за отсутствия необходимости выплат по заемным и привлеченным источникам, при использовании внутренних источников наблюдается определенная ограниченность объемов привлечения средств, а также происходит отвлечение собственных средств от хозяйственного оборота.

Внешние источники же позволяют привлечь средства для реализации сделки в более значительных масштабах. Однако процедура привлечения средств отличается длительностью и сложностью, а в связи с необходимостью выплат по привлеченным источникам прибыль компании уменьшается.

В зависимости от источников финансирования сделка слияния или поглощения может финансироваться такими методами, как: самофинансирование, доленое финансирование, заемное финансирование, смешанное финансирование (см. таблицу)

На наш взгляд, такой метод, как самофинансирование, может применяться только для финансирования небольших сделок. Реализация крупномасштабных сделок тре-

бует привлечения не только внутренних, но и внешних источников, а для инвестирования в высокоэффективные сделки следует опираться на метод долгового финансирования.

Среди инструментов, используемых для финансирования сделок M&A, наиболее широкое распространение получили денежные средства, акции, различные виды банковского кредитования, облигационные займы, лизинг и др.

Основное различие между инструментами финансирования заключается в распределении риска в процессе осуществления слияния [7]. Денежное финансирование позволяет закрепить стоимость сделки по отношению ко всем ее участникам; цена акций же подвержена изменениям, что вносит дополнительный риск в процесс слияния.

Сформировать более широкий перечень методов платежа позволяет комбинация названных выше форм оплаты сделок. Например, в случае, когда возможности компании-покупателя по выпуску новых ценных бумаг или получению займа ограничены, оплата слияния может быть произведена одновременно денежными средствами и ценными бумагами.

Таким образом, выбор источника финансирования сделки слияния и поглощения зависит от условий и факторов, которые индивидуальны для каждой конкретной сделки. Правильный выбор определенного инструмента позволит достичь такого соотношения заемных средств к собственным, которое будет оптимально соответствовать стратегическим целям компании.

Сделки по слияниям и поглощениям сегодня выступают динамично развивающейся мировой тенденцией консолидации активов и концентрации производственной деятельности. Процессы на рынке корпоративного контроля в России активизировались относительно недавно, однако в своем развитии и масштабности рынок M&A стал сопоставим с мировыми процессами консолидации. В значительной степени это связано с завершением данных процессов в развитых и их активизацией в развивающихся странах. Также стоит отметить потенциал российской экономики, которая представлена всеми отраслевы-

Характеристика основных методов финансирования [5]

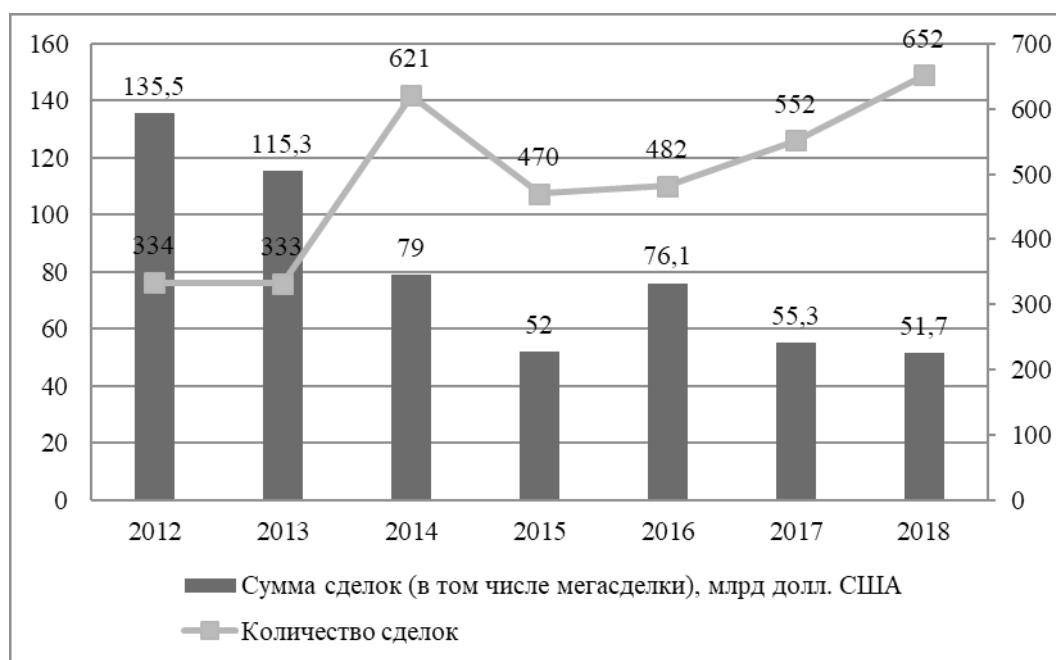
Метод финансирования	Характеристика
Самофинансирование	Сделка финансируется за счет собственных средств компании (чистой прибыли, амортизационных отчислений и т.д.). Метод применяется в случае когда компания располагает значительным количеством свободных средств, либо способна продать часть активов. Однако осуществление сделки посредством самофинансирования зачастую ограничивается недостаточным количеством средств, находящихся в распоряжении у компании.
Долговое финансирование	Сделка финансируется за счет дополнительных средств срочного кредитования, возобновляемых кредитов или облигаций. За инвесторами закрепляется право на часть генерируемого компанией денежного потока (в виде процентных платежей) Метод применяется в случае, когда компания не обладает достаточным объемом собственных средств либо когда крупный масштаб сделки не позволяет получить в короткие сроки более дешевые средства
Долевое финансирование	Сделка финансируется за счет средств, полученных от дополнительного размещения акций. Может быть произведена эмиссия акций, продажа ранее выкупленных акций, продажа недоразмещенных акций с последнего выпуска и т.д. В данном случае помимо права на получение дивидендов и иных платежей за инвесторами закрепляется право управления и право контроля над компанией. При долевом финансировании компания выплачивает по обыкновенным акциям только дивиденды с прибыли; однако следствием дополнительной продажи обыкновенных акций является распределение прибыли на большее число акционеров
Гибридное финансирование	Сделка финансируется как за счет заемного, так и за счет акционерного капитала. Подобное финансирование основывается на различных комбинациях перечисленных выше методов и осуществляется средствами привилегированных акций, конвертируемых ценных бумаг и др.

ми направлениями и наличием сотни тысяч предприятий и организаций различных форм собственности.

По данным аудиторско-консалтинговой компании КПМГ общая стоимость сделок, совершенных в 2018 г., снизилась на 7% по сравнению с 2017 г. и составила 51,7 млрд дол. США (в 2017 г. – 55,3 млрд дол. США соответственно) [9]. Снижение общей стоимости обусловлено отсутствием крупных слияний в течение данного периода. Особое влияние на количество крупных инвестиционных сделок оказала общая неопределенность ситуации на российском рынке, возникшая в связи с ожиданиями большей ясности в отношении планов правительства по цифровой трансформации экономики и реализации программы

национальных проектов. Также не стоит исключать и влияние неблагоприятной геополитической обстановки (в частности, негативных тенденций в ценах на нефть и санкций со стороны США и Евросоюза) на финансовый сектор России, вследствие чего многие инвесторы воздерживались от участия в крупных сделках.

Однако если рассматривать общее количество слияний и поглощений, можно отметить их существенный рост с 552 сделок в 2017 г. до 652 сделок в 2018 г. (см. рисунок). На наш взгляд, России удалось достичь успеха в диверсификации экономики и освоении новых направлений деятельности. Основной рост слияний и поглощений произошел в секторе технологий и инноваций, где количество сде-



Российский рынок M&A в период с 2012 по 2018 г. [9]

лок составило 113 сделок в 2018 г., что выше аналогичного показателя 2017 г. в 3 раза.

Можно сделать вывод, что объем рынка слияний и поглощений в Российской Федерации растет. Однако не всегда компании добиваются успеха на рынке корпоративного контроля. Проведенные исследования показывают, что многие сделки M&A заканчиваются неудачно. Так, С.Ф. Рид и А. Р. Лажу в за период с 1965 по 1997 г. проводят 17 исследований, согласно результатам которых неудачными оказываются от 55 до 77 % сделок [8].

Многие экономисты, анализируя причины недостижения запланированных финансовых результатов, акцентируют внимание только на внутренних факторах, способствующих успеху проектов. Однако зачастую во внимание не принимается влияние внешней среды на планируемую сделку.

Как отмечает М.Г. Ермолов, в настоящее время в финансовой сфере экономики усиливается процесс глобализации, активно развивается национальная и международная конкуренция, происходит централизация и концентрация капитала, усложняется финансовая инфраструктура и т. д. [6]. В указанных условиях именно сделки слияния и поглоще-

ния позволяют компаниям не только сохранить, но и расширить занимаемую рыночную нишу, сократить расходы на управление и менеджмент.

Необходимость создания сбалансированного и защищенного финансового сектора в России посредством проведения слияний и поглощений обусловлена сложившейся напряженной геополитической ситуацией в Украине, а также введенными санкциями относительно финансового сектора России со стороны США и Европейского союза. В.П. Битков и К.Е. Мануйлов отмечают ряд особенностей, присущих текущим санкциям:

- санкции носят комплексный характер и охватывают как экономические, торговые и финансовые санкции, так и санкции против конкретных физических лиц и компаний реального сектора экономики;
- введение санкций производится поэтапно и влечет за собой накопление определенного негативного экономического эффекта;
- финансовая и денежно-кредитная системы России интегрированы в международный финансовый рынок, вследствие чего необходимо проводить постоянный мониторинг влияния санкций на экономику страны [2].

Следует отметить, что большинство исследователей в своих работах приходят к выводу об отрицательной связи между сверхдоходностью после слияния и периодом экономического спада экономики. Так, Ang и Mauck изучили вопрос покупки компаний в кризисные периоды. Был сделан вывод, что при покупке финансово неустойчивой компании в кризис покупатель может получить значимую отрицательную краткосрочную доходность [10]. Авторы считают целесообразным проводить сделки в периоды экономического подъема экономики. Отметим, что при покупке неустойчивой компании по более низкой цене в кризис может возникнуть иллюзия, что покупка окупит себя в будущем, но зачастую в долгосрочном периоде происходит обратное.

Существует и другая точка зрения. Так, авторами Bouwman, Fuller, Nain была рассмотрена выборка из 2944 поглощений за период 1979–2002 гг., в результате был сделан следующий вывод. Несмотря на то, что в периоды подъема экономики наблюдаются более высокая сверхдоходность в момент объявления о сделке, за ней следуют более низкие операционные показатели и более низкая долгосрочная сверхдоходность, чем в периоды спада. Авторы объясняют более низкие результаты слияний тем, что во время спада компании являются недооцененными, так как оценка производится на основе денежных потоков компании в текущем периоде (в периоде спада) [11].

При негативных условиях внешней среды ранее успешные компании могут столкнуться с финансовыми трудностями, и наилучшей возможностью при угрозе банкротства становится слияние с другой компанией. В рассматриваемом случае происходит выплата более низкой премии в сравнении с периодом подъема, когда компания-цель менее заинтересована в сделке, вследствие чего требует высокую премию.

На наш взгляд, во время спада компании, совершающие сделки M&A, могут получить особые преимущества, такие как более низкая стоимость компании-цели, больше временных ресурсов для проведения процедуры due diligence и заключения сделки, больше шан-

сов для сохранения сотрудников. Периоды экономического спада могут оказывать стимулирующее воздействие на процессы M&A, а введенные санкции могут способствовать ускорению процесса внедрения новых технологий и оказывать позитивное влияние на структурные изменения в экономике.

Подводя итог, отметим, что для обеспечения положительного результата сделки M&A руководству компании важно оценить различные варианты финансирования сделки, рассмотреть все возможные инструменты и проанализировать последствия их применения. Однако следует учитывать и влияние внешней среды, особенно в условиях введенных санкций, которые обострили проблемы и дисбалансы, присущие российскому финансовому рынку.

На сегодняшний день санкции являются тем регулятором финансового рынка, который непосредственным образом влияет на выбор стратегии развития национальной экономики, затрагивает сферу движения капитала и определяет состояние финансовых институтов страны. Таким образом, в ситуации, когда санкционное давление может увеличиться, следует уделить внимание переориентации входящих потоков капитала из стран, не участвующих в санкциях против России, а также усилению инвестиционных вложений.

Библиографический список

1. *Бабенко И.А.* Классификация слияний и поглощений компаний в зависимости от синергетического эффекта // *Наука и бизнес: пути развития.* 2015. № 6 (48). С. 49–52.
2. *Битков В.П., Мануйлов К.Е.* Влияние санкций на финансовый рынок // *Проблемы национальной стратегии.* 2018. № 3 (48). С. 137–155.
3. *Гончаров А.И.* Акция как бездокументарная ценная бумага // *Вестник ВолГУ. Сер. 5: Юриспруденция.* 2014. № 2. С. 80–85.
4. *Гудакова Л.В., Писаренко Е.С.* Институциональное регулирование сделок слияний и поглощений: особенности зарубежного и российского подходов // *Современная*

финансово-кредитная система: теория и практика. 2018. С. 227–234.

5. Денисов В. С. Мотивы и источники финансирования сделок по слияниям и поглощениям // Молодой ученый. 2017. № 21. С. 197–200.

6. Ермолов М.Г. Модель программы проведения сделки слияния и поглощения в банковской сфере // Вестник Астраханского государственного технического университета. Сер.: Экономика. 2014. № 4. С. 55–61.

7. Кузьмина Ю.В. Современные методы финансирования сделок слияний и поглощений // Вектор экономики. 2018. № 1 (19). С. 49.

8. Рид С. Ф., Лажу А. Р. Искусство слияний и поглощений. 4-е изд. М., 2009.

9. Рынок слияний и поглощений в России в 2018 г. URL: <https://home.kpmg/ru/ru/home/insights/2019/02/russian-2018-ma-overview.html>

10. Ang J., Mauck N. Fire Sale Acquisitions: Myth vs. Reality // Working paper, Florida State University. 2010.

11. Bouwman C.H.S., Fuller K., Nain A.S. Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence // Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22. P. 633–679.