Джафаров Бахтияр Тахирович. Оптимизация структуры источников финансирования слияний и поглощений телекоммуникационных компаний: диссертация ... кандидата Экономических наук: 08.00.10 / Джафаров Бахтияр Тахирович;[Место защиты: ФГОБУВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»], 2017

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1 Современные тенденции слияний и поглощений и их финансирования на телекоммуникационном рынке 13**

1.1 Анализ современных тенденций развития сделок M&A на телекоммуникационном рынке России 13

1.2 Источники финансирования сделок M&A 25

1.3 Тенденции развития сделок M&A на западном телекоммуникационном рынке и особенности их финансирования 33

**ГЛАВА 2 Формирование оптимальной структуры источников финансирования сделок m&a телекоммуникационных компаний 44**

2.1 Состав источников финансирования сделок M&A и условия, оказывающие влияние на состав и структуру источников финансирования сделок M&A 44

2.2 Критерий оптимальности структуры источников финансирования сделок M&A 55

2.3 Модель оптимизации структуры источников финансирования сделок M&A 71

**ГЛАВА 3 Обеспечение оптимизации структуры источников финансирования сделок m&a телекоммуникационных компаний 81**

3.1 Апробация модели оптимизации структуры источников финансирования сделок M&A 81

3.2 Преимущества модели оптимизации структуры источников финансирования сделок M&A 97

3.3 Реализация модели оптимизации структуры источников финансирования сделок M&A 110

Заключение 124

Список литературы 135

* [Источники финансирования сделок M&A](http://www.dslib.net/finansy/optimizacija-struktury-istochnikov-finansirovanija-slijanij-i-poglowenij.html#7638491)
* [Тенденции развития сделок M&A на западном телекоммуникационном рынке и особенности их финансирования](http://www.dslib.net/finansy/optimizacija-struktury-istochnikov-finansirovanija-slijanij-i-poglowenij.html#7638492)
* [Критерий оптимальности структуры источников финансирования сделок M&A](http://www.dslib.net/finansy/optimizacija-struktury-istochnikov-finansirovanija-slijanij-i-poglowenij.html#7638493)
* [Преимущества модели оптимизации структуры источников финансирования сделок M&A](http://www.dslib.net/finansy/optimizacija-struktury-istochnikov-finansirovanija-slijanij-i-poglowenij.html#7638494)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Слияния и поглощения (далее – сделки M&A) являются широко распространенной формой реструктуризации бизнеса. По данным Bloomberg, за период с 2005 г. по 2015 г. объем сделок M&A в мире значительно вырос в стоимостном выражении (от 2,9 до 5,2 трлн. долл. США), что сравнимо с ВВП Японии или Германии.

Сделки M&A требуют большого объема финансовых ресурсов в условиях ограниченности времени их привлечения. При этом одним из ключевых вопросов является стоимость привлекаемых для совершения сделки ресурсов, которая может стать причиной недостижения ожидаемых результатов. Так, например, по данным исследования McKinsey&Co. из 115 сделок M&A только 23% обеспечили доход выше стоимости привлечения капитала. Соответственно, принятие решения по осуществлению сделки и ее эффективность зависят от обеспечения необходимыми финансовыми ресурсами и достижения оптимальных условий финансирования.

При этом необходимо также принимать во внимание отраслевые особенности. Особый научный интерес представляют сделки с участием телекоммуникационных компаний. По данным Росстата, телекоммуникационный сектор занимает существенную долю в экономике России, его доля в ВВП страны составляет около 1,7%, а оборот – около 1,2 трлн. руб. в год. По данным Bloomberg, доля сделок с участием телекоммуникационных компаний составила около 10% в общем объеме сделок в мире в 2005 г. и 6,2% в 2015 г. При этом российскими компаниями в 2015 г. было совершено сделок M&A на сумму 8,4 млрд. долл. США, из которых около 6,8% приходится на телекоммуникационные компании.

При этом на финансирование данных сделок непосредственно повлияли  
особенности их сферы деятельности. Во-первых, телекоммуникационные  
компании отмечают, что их деятельность относится к числу капиталоемких, а  
также сопряжена с высоким уровнем валютных рисков. В данных условиях  
компания, планирующая сделку M&A, должна иметь достаточный объем  
финансовых ресурсов как для финансирования капитальных вложений, так и для  
данной сделки, что может потребовать привлечения внешних источников  
финансирования. Во-вторых, темпы прироста объема российского

телекоммуникационного рынка с 2009 г. находятся ниже уровня инфляции, что

4  
свидетельствует о низком потенциале органического роста и побуждает  
телекоммуникационные компании использовать сделки M&A, создавая  
потребности в финансовых ресурсах. В-третьих, наличие широких возможностей  
использования как внешних источников финансирования, так и внутренних. В  
частности, телекоммуникационные компании имеют высокую рентабельность,  
генерируют стабильный денежный поток и способны обеспечивать высокую  
доходность инвесторам, в результате чего у телекоммуникационных компаний  
формируются как собственные средства для финансирования сделок M&A, так и  
возможности привлечения средств из внешних источников ввиду

привлекательности для инвесторов с точки зрения потенциальной доходности. По данным Росстата, рентабельность продаж телекоммуникационных компаний (например, 20,8% в 2014 г.) выше, чем по всей экономике России в целом (8,6%). В такой ситуации встает вопрос выбора между различными доступными источниками финансирования, что ставит задачу поиска оптимального соотношения.

Таким образом, актуальность выбранной темы исследования обусловлена:

недостаточной разработанностью научных подходов к формированию структуры источников финансирования сделок M&A;

практической значимостью развития теоретико-методических положений по формированию оптимальной структуры источников финансирования сделок M&A с учетом особенностей телекоммуникационных компаний;

отсутствием комплексных исследований, рассматривающих особенности формирования состава и структуры источников финансирования сделок M&A в условиях ограниченности имеющихся финансовых ресурсов на микро- и макроуровнях с учетом отраслевой специфики.

**Степень разработанности проблемы.** Исследованию структуры капитала посвящено достаточно много научных работ отечественных авторов, таких как: Р.Г. Ибрагимов, И.В. Ивашковская, М.С. Кокорева, И.Я. Лукасевич, В.Б. Минасян, М.В. Романовский, А.Н. Степанова, Л.С. Тарасевич, Т.В. Теплова, Е.И. Шохин и др. Среди зарубежных авторов разработкой данной тематики занимались М. Бейкер, М. Брэдли, Дж. Вёглер, А. Краус, Р. Литценбергер, Н. Маджлуф, С. Майерс, М. Миллер, Ф. Модильяни. В рамках данного направления

5  
рассматриваются теории структуры капитала (компромиссная теория,

иерархическая теория, теория отслеживания рынка и др.) и подходы к формированию оптимальной структуры капитала.

Проблеме осуществления слияний и поглощений как инструменту роста компании, управлению процессом проведения сделок M&A, оценке стоимости объекта сделки и оценке результатов сделки посвящены работы А.А. Вотчаевой, С.В. Гвардина, А.А. Глушецкого, Е.Н. Григорьевой, Е.Ю. Коловой, Н.Е. Лебедевой,

B. Лурье, Е. Мелихова, В.А. Назарян, А.Д. Радыгина, М.С. Смирнова,  
В.А. Тарасова, И.Н. Чекуна, Р.М. Энтова, а также работы зарубежных авторов:  
Д.М. Бишопа, Д. Вайткунаса, М. Вейсбаха, П.А. Гохана, А. Дамодарана,

C. Каплана, Л. Нижса, Дж. Перла, Дж. Розенбаума, К. Силбернайждела,  
С. Сударсанама, Дж. Ханта, У. Шарпа, Ф.Ч. Эванса. Данные работы имеют  
прикладной характер, в них рассматривается процесс проведения сделок M&A, в  
том числе выбор источников финансирования в качестве одного из этапов.

Кроме того, существуют различные аналитические отчеты, выпускаемые банками, инвестиционными компаниями, рейтинговыми агентствами, в которых дается оценка конкретных проводимых сделок M&A. Данные отчеты представляют интерес с позиции основных характеристик и результатов сделок M&A и носят информационно-аналитический характер.

Таким образом, большая часть научных трудов рассматривает: 1) общие вопросы формирования структуры капитала компании безотносительно целевого характера привлечения источников финансирования; 2) процесс проведения сделок M&A, не затрагивая подходы к выбору источников их финансирования. Необходимость более глубокого проведения теоретико-методологических исследований по формированию состава и структуры источников финансирования сделок по слияниям и поглощениям, в том числе с учетом отраслевых особенностей, обуславливает важность проведения дальнейших исследований.

Актуальность и недостаточная научная разработанность проблемы формирования состава и структуры источников финансирования слияний и поглощений телекоммуникационных компаний послужили основой для выбора темы диссертационной работы.

6 **Цель исследования** заключается в разработке и обосновании предложений по оптимизации структуры источников финансирования сделок **М**&**А** телекоммуникационных компаний путем выявления особенностей формирования состава и структуры их источников финансирования. Для достижения цели диссертации поставлены следующие **задачи**:

определить особенности финансирования сделок M&A на российском и зарубежных телекоммуникационных рынках;

выявить условия, влияющие на объем финансирования, состав и структуру его источников в сделках M&A российских телекоммуникационных компаний;

разработать модель формирования оптимальной структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний;

выявить причины отклонений фактической структуры источников финансирования сделок M&A от оптимальной;

определить влияние оптимальной структуры источников финансирования сделки M&A на рост стоимости компании.

**Объектом исследования** являются источники финансирования сделок **М**&**А** телекоммуникационных компаний.

**Предметом исследования** выступает методический инструментарий анализа источников финансирования сделок **М**&**А** и формирования их оптимальной структуры.

**Научная новизна исследования** заключается в развитии теоретическо-методических положений по формированию оптимальной структуры источников финансирования сделок M&A, учитывающих специфику деятельности телекоммуникационных компаний в современных условиях. Наиболее значимые результаты, составляющие научную новизну диссертации, сводятся к следующим положениям:

1. Определены особенности финансирования сделок M&A на российском телекоммуникационном рынке (преобладание долгового финансирования, в основном банковских кредитов; незначительная доля гибридного и акционерного финансирования; доминирование денежных средств при оплате сделок) и зарубежных рынках (преобладание внешних источников; высокая доля долгового

7 финансирования на европейском рынке и акционерного на североамериканском; незначительная доля гибридного финансирования; доминирование денежных средств при оплате сделок на европейском рынке и акций на североамериканском). По результатам сравнительного анализа опыта сделок M&A обоснована возможность расширения потенциальных источников финансирования и раскрыты направления использования в сделках с участием российских компаний практики стран Европы и США (С. 16-25; 33-43).

1. Определены условия, влияющие на объем финансирования, состав и структуру его источников в сделках M&A российских телекоммуникационных компаний: осуществление сделок по слияниям и поглощениям на постоянной основе; общеэкономическая ситуация в России и мире; направленность сделок M&A на продуктовую диверсификацию; укрепление позиций ключевых игроков рынка; особенности развития российского финансового рынка; низкий потенциал органического роста российских телекоммуникационных компаний; преобладание закупок импортного оборудования, обуславливающего высокий уровень валютных рисков; агрессивная политика финансирования, проявляющаяся в превышении суммы инвестиций в нефинансовые активы над финансовыми результатами компаний. Выявленные условия определяют область существования параметров оптимизации и значения критерия оптимальности (С. 47-54).
2. Предложена модель формирования структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний, позволяющая определить структуру источников финансирования с минимальной стоимостью с учетом особенностей телекоммуникационного рынка, предпочтений инвесторов, условия сохранения платежеспособности и других факторов. Модель основана на решении задачи оптимизации, включающая определение подлежащих оптимизации параметров – долей в структуре источников финансирования собственных средств, заемных средств и привлеченных средств (от сторонних инвесторов или от продавца в сделке M&A); выбор критерия оптимальности (средневзвешенная стоимость капитала объединенной компании, сформированная по результатам сделки M&A); установление допустимых областей существования параметров; построение соответствующей системы уравнений и выбор метода ее решения (С. 44-80).
3. Определены причины отклонений фактической структуры источников финансирования от оптимальной, рассчитанной на основе предложенной модели формирования структуры источников финансирования сделок M&A (наличие конфликта интересов заинтересованных лиц; принятие решения на основе сложившейся конъюнктуры на финансовом рынке; следование корпоративной финансовой стратегии, соблюдение обязательных ковенант) (С. 88-97).
4. Доказано влияние структуры источников финансирования сделки M&A на рост стоимости компании; определен потенциал роста стоимости компании на основе анализа его чувствительности от темпов прироста величины денежных потоков и ставки реинвестирования при оптимальной структуре источников финансирования слияний и поглощений (С. 97-109).

**Теоретическая значимость результатов диссертации** заключается в развитии теории структуры капитала, базирующееся на использовании комплексного подхода к формированию состава и структуры источников финансирования сделок M&A, а также включающее решение оптимизационной задачи с учетом специфики деятельности компаний и оценку влияния оптимальной структуры источников финансирования сделок M&A на рост стоимости компании.

**Практическая значимость результатов диссертации** состоит в том, что полученные результаты могут быть применены участниками телекоммуникационного рынка для решения прикладных задач по формированию состава и структуры источников финансирования сделок M&A. В частности, практическую значимость имеют:

модель формирования структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний, основанная на решении задачи оптимизации;

предложения по оценке потенциала роста стоимости компании на основе анализа ее чувствительности к структуре источников финансирования сделки **М**&**А**;

предложения по проведению анализа дополнительных аспектов сделок **М**&**А** в случае наличия нескольких равнозначных результатов решения задачи оптимизации.

**Методология** **и** **методы** **исследования.** Теоретической основой

диссертационной работы послужили фундаментальные и прикладные труды  
отечественных и зарубежных специалистов в области микроэкономики, финансов  
организаций, финансового менеджмента, экономико-математического

моделирования.

Для решения конкретных задач были использованы известные общенаучные  
и специальные методы финансового анализа, сравнительного анализа,  
статистические и эконометрические методы. Статистический и математический  
инструментарий диссертации включает графический метод, методы

математической статистики, градиентные методы решения оптимизационных задач и другие.

**Область исследования.** Диссертация выполнена в соответствии с п. 3.9. «Направления регулирования корпоративных финансов, оптимизация структуры финансовых ресурсов предприятий реального сектора экономики»; п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала» Паспорта научной специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» (экономические науки).

**Положения, выносимые на защиту:**

1. Выявленные особенности финансирования сделок M&A на российском и зарубежных телекоммуникационных рынках (С. 16-25; 33-43).
2. Выявленные условия, влияющие на объем финансирования, состав и структуру его источников в сделках M&A российских телекоммуникационных компаний (С. 47-54).
3. Модель формирования оптимальной структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний (С. 44-80).
4. Выявленные причины отклонений фактической структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний от оптимальной (С. 88-97).
5. Обоснование влияния оптимальной структуры источников финансирования сделки M&A на рост стоимости компании (С. 97-109).

**Степень** **достоверности,** **апробация** **и** **внедрение** **полученных**

**результатов.** Достоверность и обоснованность выводов и результатов диссертации

10 подтверждается применением положений теорий структуры капитала; подходов к инвестиционной оценке активов и оценке стоимости источников финансирования; официальных статистических данных; официальной отчетности российских и зарубежных компаний. Научные результаты подтверждаются практическими расчетами.

Основные теоретические положения и практические рекомендации, разработанные в диссертации, докладывались и обсуждались на следующих научных конференциях и научно-практических семинарах: на Постоянно действующем научно-практическом семинаре «Управление инвестициями и инновациями в реальном секторе российской экономики» (Москва, Финансовый университет, 25 июня 2015 г.); на III Международной научно-практической конференции «Управленческие науки в современном мире» (Москва, Финансовый университет, 1 декабря 2015 г.); на Юбилейной международной научно-практической конференции «Стратегирование пространственного развития России в новых экономических реалиях» (г. Липецк, Липецкий филиал Финансового университета, 4 декабря 2015 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности Управления консультационных услуг по сопровождению сделок филиала частной акционерной компании с ограниченной ответственностью «Линкольн Интернешнл Си-Ай-Эс Холдинг Б.В.» (Нидерланды), в частности используется разработанный в диссертации алгоритм формирования оптимальной структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний. Результаты диссертации применяются в разработке финансовых моделей при оказании консультационных услуг по сопровождению сделок M&A, которые способствуют определению оптимальной структуры источников финансирования. Внедрение результатов диссертационного исследования подтверждено соответствующими документами.

**Публикации.** Результаты диссертационной работы опубликованы в 6 работах общим объемом 4,2 п.л. (весь объем авторский), в том числе 5 работ авторским объемом 3,7 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России.

11 **Структура и объем диссертации** определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 119 источников и 3 приложений. Текст диссертации изложен на 154 страницах, содержит 35 таблиц и 13 рисунков.

## Источники финансирования сделок M&A

Сделки M&A требуют большого объема финансовых ресурсов в условиях ограниченности времени их привлечения. Для совершения сделки M&A покупающая сторона может использовать внутренние источники финансовых ресурсов или внешние. Внутренние источники включают финансовые ресурсы, формирующиеся в процессе деятельности компании, включая чистую прибыль, амортизацию, кредиторскую задолженность, резервы предстоящих расходов, доходы будущих периодов. Внешними источниками финансирования являются финансовые ресурсы, привлекаемые компанией извне.

Анализ сделок M&A на российском телекоммуникационном рынке показал, что сделки M&A профинансированы в основном за счет внешних источников, доля которых составила около 93,4% объема всех сделок. При этом преобладает долговое финансирование, в основном в виде банковских кредитов, которое занимает около 45,8% во внешнем финансировании.

Акционерное финансирование занимает незначительную долю в сделках M&A на российском телекоммуникационном рынке. По данным Газпромбанка, размещение акций (IPO/SPO) не использовалось в качестве источника российскими компаниями для финансирования сделок M&A [93, с. 3]. В данном исследовании также отмечается, что среди источников финансирования, в сделках M&A в России активно используется источники заемного финансирования. Так, например, в 2013 году около 62% денежных платежей в сделках M&A, в том числе на телекоммуникационном рынке, было профинансировано с использованием заемных средств, в основном банковских кредитов.

Помимо денежных платежей сделки M&A могут включать различные другие методы платежа. Среди основных методов платежа можно выделить следующие: 1. Денежные средства. Денежные средства, как абсолютно ликвидное средство обмена, в сделках M&A выполняют сразу две функции. Во-первых, они служат мерой стоимости. Цена покупки всегда представляет собой согласованное между сторонами сделки денежное выражение стоимости. Во-вторых, они выступают средством платежа. Как средство платежа, они являются наиболее желаемым вариантом для продавцов, так как чисто денежные сделки освобождают их от всех рисков, связанных с владением объектом сделки M&A.

Акции. Покупатель в сделке M&A может осуществлять передачу и (или) выпуск акций в пользу продавца по согласованной стоимости. При совершении любой сделки покупатель несет определенные риски, связанные с приобретаемым объектом. Переход рисков и выгод от одной стороны к другой является также одним из признаков перехода права собственности. При совершении чисто денежных сделок данные риски полностью переходят к покупателю. Однако, зачастую компании предпочитают разделить с акционерами приобретаемого объекта эти риски и выгоды. Исследования показывают, что слияния и поглощения в 1980-е и 1990-е годы, где большинство сделок были денежными, принесли компаниям не только выгоды, но и потери. Например, по расчетам Т. Лиса и Л. Винсента, одна из крупнейших сделок в мире в 1991 году, поглощение компании NCR, разработчика компьютерной техники и программного обеспечения, телекоммуникационной компанией AT&T обернулось потерями для акционеров компании AT&T Inc от 3,9 до 6,5 млрд долл. США в рыночной стоимости компании [83, с. 354]. Впоследствии, особенно в США, где практика сделок M&A наиболее развита, участники сделок стали предпочитать более эффективное управление рисками, а оплата акциями является одним из способов разделения рисков между всеми участниками сделки.

Долг. Принятие на себя долговых обязательств продавца и (или) рефинансирование долга объекта сделки нередко выступает как средство платежа, особенно, если продавец и (или) объект сделки испытывает финансовые трудности в обслуживании собственных долговых обязательств. Безусловно, при совершении сделок с принятием покупателем долговых обязательств продавца и (или) рефинансирование долга объекта сделки, как единственным методом платежа, ключевым вопросом становится распределение рисков между продавцом и покупателем. 4. Различные комбинации данных методов, в том числе: а) Акции и денежные средства. б) Денежные средства и долг. в) Акции и долг. г) Денежные средства, акции, долг.

На рисунке 2 представлена информация о структуре сделок M&A российских публичных телекоммуникационных компаний по методу платежа. Результаты анализа показывают, что чисто денежные сделки доминируют по количеству сделок (64,4%), но в общей сумме сделок доминирует оплата акциями (40,2%). Однако значительная доля оплаты акциями в общей сумме сделок связана с масштабной реформой государственных активов, в рамках которой осуществлялось присоединение холдинга «Связьинвест» к компании «Ростелеком». Если исключить данные сделки, то доля чисто денежных сделок составит около 37,3% объема всех сделок, что будет наибольшей долей по сравнению с другими методами платежа. Также необходимо отметить, что доля чисто денежных сделок в общей сумме все равно будет меньше, чем в общем количестве сделок. Это позволяет нам сделать вывод о том, что чем больше сумма сделок, тем сложнее структура сделки M&A с точки зрения методов платежа. Кроме того, важно отметить сложности в получении информации по сделкам. Доля сделок, в которых структура сделки по методу платежа не раскрывается, является существенной.

## Тенденции развития сделок M&A на западном телекоммуникационном рынке и особенности их финансирования

Формирование оптимальной структуры источников финансирования представляет собой решение задачи оптимизации. Оптимизация – это нахождение наилучшего варианта решения задачи из множества возможных при заданных требованиях и ограничениях [60]. Как правило, оптимизация включает в себя следующие этапы: 1. формулирование задачи; 2. определение параметров решения задачи, подлежащих оптимизации (тех, которые могут быть изменены в ходе ее решения); 3. выбор критерия оптимальности; 4. установление допустимой области существования параметров с учетом налагаемых на них ограничений; 5. построение модели для определения показателей, соответствующих выбранным критериям и ограничениям; 6. проведение расчетов и оценка полученных решений по выбранным критериям; 7. окончательное принятие решения. Исходя из определения оптимизации, задачу оптимизации в рамках поставленных цели и задач данной диссертации можно сформулировать как нахождение наилучшей структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний из множества возможных при заданных требованиях и ограничениях. В качестве структуры источников финансирования принимается соотношение финансовых ресурсов, привлеченных из различных источников финансирования, в общем объеме финансовых ресурсов, предназначенных для сделки M&A.

Поскольку финансовые ресурсы привлекаются из различных источников финансирования, то параметрами, подлежащими оптимизации, являются объемы финансовых ресурсов, привлекаемых из соответствующих источников финансирования, образующих в совокупности объем финансирования сделки M&A. Совокупность источников финансирования, с помощью которых может быть профинансирована сделка M&A, может быть определена как состав источников финансирования. Соответственно, определение параметров решения, подлежащих оптимизации, подразумевает определение состава источников финансирования, чему посвящен данный раздел диссертации.

При формировании состава источников финансирования первым шагом является определение необходимого объема финансирования для совершения сделки M&A. Объем финансирования в сделках M&A состоит из следующих элементов [63]: согласованная цена покупки объекта сделки; долговые обязательства, подлежащие рефинансированию; потребности объекта сделки в оборотных средствах; расходы, связанные с сопровождением сделки (различные консультационные услуги, посреднические услуги, независимые экспертиза, независимая оценка и т.д.); платежи, необходимые для урегулирования судебных исков и претензий налоговых органов; Вторым шагом при формировании состава источников финансирования является определение доступных источников финансирования. Финансовых инструментов, которые представляют собой любой договор, при котором одновременно возникает финансовый актив у одной организации и финансовое обязательство или долевой инструмент – у другой, существует достаточно большое количество. Однако все финансовые инструменты можно разделить между тремя основными источниками финансирования: Состав источников финансирования включает три основные группы источников, средства из которых могут поступать с помощью различных финансовых инструментов. В состав источников финансирования входят: собственные средства; - заемные средства; - привлеченные средства. При этом финансовые инструменты, представляющие гибридное финансирование, как уже отмечалось ранее, должны быть отнесены либо к обязательствам, либо к собственному капиталу, то есть либо к заемным средствам, либо к привлеченным средствам.

Третьим шагом при формировании состава источников финансирования является определение метода платежа. Методами платежа являются денежные средства, передача и (или) выпуск акций в пользу продавца по согласованной в условиях сделки стоимости, принятие на себя долговых обязательств продавца или различные комбинации данных методов. На практике в основном применяются денежные средства и выпуск акций в пользу продавца или оба метода сразу. На рисунке 2 и рисунке 8 видно преобладание данных методов платежа.

По своему смыслу оплата акциями представляет собой привлеченные средства от продавца в сделке М&А. Единственным отличием от привлеченных средств от сторонних инвесторов является отсутствие движения денежных средств. Несмотря на то, что оплата акциями представляет собой привлеченные средства, мы считаем, что выделение ее как отдельного источника финансирования целесообразным.

Таким образом, состав источников финансирования включает четыре основные группы источников, финансовые ресурсы от которых могут поступать с помощью различных финансовых инструментов. В состав источников финансирования входят: собственные средства; заемные средства; привлеченные средства от сторонних инвесторов; привлеченные средства от продавца в сделке M&A. Объем финансирования, состав и структура его источников может изменяться при различных условиях. Влияние данных условий отражается в первую очередь на уровне риска и, соответственно, ожидаемой инвесторами доходности. Данная доходность определяет стоимость источников финансирования, что является одной из основных детерминант структуры источников финансирования сделок M&A и будет критерием оптимальности для решения поставленной в данной диссертации задачи оптимизации.

Модели риска и доходности в теории финансов основаны на процентной ставке, доступной инвесторам при безрисковых инвестициях, а также от премии (или премий) за риск, которую инвесторы должны требовать, осуществляя инвестиции при риске, отличном от нулевого. Одной из самых распространенных на практике моделей является модель оценки долгосрочных активов (САРМ).

Модель CAPM является однофакторной моделью, где есть только один источник рыночного риска, таковой является премия, которую инвестор запросил бы при инвестировании в этот актив. Предполагается, что данная премия отражает влияние всех факторов [87, с. 425].

Согласно модели CAPM, данная премия может быть определена как произведение премии за рыночный риск и бета-коэффициента акции. Премия за рыночный риск является премией, запрашиваемой инвесторами за инвестирование в рыночный портфель, включающий все рисковые активы на рынке, вместо инвестирования в безрисковый актив. Бета-коэффициент акции измеряет риск, добавляемый инвестицией к рыночному портфелю.

## Критерий оптимальности структуры источников финансирования сделок M&A

Установление допустимой области существования параметров с учетом налагаемых на них ограничений В разделе 2.1 данной диссертации было определено, что при формировании состава источников финансирования первым шагом является определение объема финансирования, который представляет собой необходимый объем финансовых ресурсов для достижения поставленной цели, которой является осуществление сделки M&A. Соответственно, одним из ограничений является то, что сумма значений параметров равна необходимому объему финансирования (S). Формализовано данное ограничение можно представить в виде формулы (15): X1 + X2 + X3 + X4 = S, (15) где S – объем финансирования, X1 – собственные средства, X2 – заемные средства, X3 – привлеченные средства от сторонних инвесторов, X4 – привлеченные средства от продавца в сделке M&A.

При этом в целях данного диссертационного исследования объем финансирования является заданной неизменной величиной, которая складывается из указанных в разделе 2.1 элементов. В разделе 1.2 данной диссертации было дано определение внутренних источников финансирования (собственные средства (X1)). Внутренние источники – это финансовые ресурсы, формирующиеся в процессе деятельности компании, включая чистую прибыль, амортизацию, кредиторскую задолженность, резервы предстоящих расходов, доходы будущих периодов. Одним из показателей, который характеризует доступный объем финансовых ресурсов, сформированный из внутренних источников, могут быть денежные средства компании (Cash). Согласно международным стандартам финансовой отчетности, к денежным средствам относятся денежные средства в кассе и на банковских депозитах до востребования [14]. Также согласно данным стандартам, отчет о финансовом положении должен включать статью, представляющую сумму денежных средств компании [13]. В целях данной диссертации под денежными средствами компании понимаются денежные средства, находящиеся в распоряжении компании, являющейся покупателем в сделке M&A, из отчета о финансовом положении на последнюю отчетную дату до официального объявления о совершении сделки M&A. Формализовано допустимую область существования параметра X1 можно представить в виде формулы (16): X1 Cash, (16) где Cash – денежные средства компании, X1 – собственные средства.

Построение модели для определения показателей, соответствующих выбранным критериям и ограничениям При решении поставленной оптимизационной задачи необходимо принимать во внимание следующие моменты. Во-первых, были установлены ограничения на значение финансового рычага компании, которое сформировалось в результате сделки M&A. Анализ интервального распределения выборки телекоммуникационных компаний в разделе 2.2 данного диссертационного исследования позволил определить примерный диапазон значений финансового рычага, которые характерен для телекоммуникационных компаний. Данный диапазон – это значения финансового рычага от 0 до 0,75. Во-вторых, после совершения сделки M&A значение финансового рычага компании, которое сформировалось в результате сделки M&A, рассчитывается по формуле (5) на основе долга компании, являющейся покупателем в сделке, долга объекта сделки M&A, собственного капитала компании, являющейся покупателем в сделке, и внешнего финансирования. В-третьих, еще критерием оптимальности является средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC), которая сформировалась в результате сделки M&A. В разделе 2.2 данного диссертационного исследования было определено, что оптимальной структурой источников финансирования сделок M&A является та, при которой средневзвешенная стоимость капитала компании минимальна. Данный показатель рассчитывается по формуле (14). В-четвертых, сумма значений параметров равна необходимому объему финансирования. В-пятых, сумма финансовых ресурсов, привлеченных для совершения сделки M&A из внутренних источников финансирования, не может превышать сумму денежных средств, находящихся в распоряжении компании, являющейся покупателем в сделке M&A, из отчета о финансовом положении на последнюю отчетную дату до официального объявления о совершении сделки M&A. В-шестых, спред представляет собой функцию, где аргументом выступает значение финансового рычага компании, которое сформировалось в результате сделки M&A. Данная функция может быть представлена в виде выражения, которое представлено в формуле (12). Возможные значения аргумента и соответствующие ему значения функции представлены в таблице 15. В-седьмых, в целях данного диссертационного исследования бета-коэффициент компании (U), безрисковая ставка доходности (Rf), доходность рыночного портфеля (Rm), объем финансирования (S) являются неизменными заданными величинами.

## Преимущества модели оптимизации структуры источников финансирования сделок M&A

Предложенная модель предполагает, что телекоммуникационные компании будут ставить перед собой задачу оптимизации структуры источников финансирования при совершении сделок M&A. Переходя к непосредственной реализации, то широкому распространению анализа структуры источников финансирования при совершении сделок M&A, а также применению предложенной модели может способствовать развитие институциональной среды с точки зрения доступности множества различных альтернатив. Принимая во внимание, что оптимизация – это нахождение наилучшего варианта решения задачи из множества возможных при заданных требованиях и ограничениях, оптимизационная задача может быть поставлена в случае, когда существует множество различных доступных альтернатив. Во-первых, компании должны быть доступны различные финансовые инструменты с помощью, которых можно привлекать финансирование. Во-вторых, на финансовом рынке должны присутствовать различные виды инвесторов, которые готовы предоставлять финансирование, в том числе институциональные инвесторы в форме различных инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний, эндаумент-фондов, фондов прямых инвестиций, банков и т.п., а также частные инвесторы.

Способствовать развитию доступных альтернатив, в первую очередь, может совершенствование российского права, которое воздействует на общественные отношения. В российском праве существует достаточно большое количество нормативно-правовых актов, в той или иной степени затрагивающих сделки M&A и прямо или косвенно влияющих на процесс осуществления сделки, включая законы, регулирующие гражданско-правовые отношения, налогообложение, корпоративное управление, эмиссию и обращение ценных бумаг, законы, определяющие и защищающие права инвесторов, законы о защите конкуренции и осуществляющие антимонопольное регулирование и другие. Однако на данный момент в российском праве либо не предусмотрены, либо нет широкой практики использования потестативных условий при привлечении финансирования, в том числе в рамках сделок M&A; применения финансовых инструментов, в которых предусмотрены встроенные опционы; применения субординирования требований по обязательствам; применения инструментов защиты миноритариев.

Под потестативными условиями понимаются условия, которые зависят от воли одной из сторон (например, достижение или недостижение заемщиком определенных финансовых показателей). В России в основном их применение реализовано в кредитных договорах при привлечении банковских кредитов. Например, в условиях сделки 4, рассмотренной в разделе 3.1 данного диссертационного исследования, было предусмотрено погашение всего долга объекта сделки M&A, что может быть следствием конвенантов, предусмотренных в кредитных договорах. Соответственно, объем финансирования учитывал данные условия.

В. Лурье и Е. Мелихов в своих работах отмечают, что потестативные условия являются крайне востребованным механизмом в сложных сделках M&A. Однако практика применения арбитражными судами статьи 157 Гражданского Кодекса «Сделки, совершенные под условием», в которой указано в каких случаях сделка является совершенной, а условие наступившим, показывает, что четкое и единое представление о законности и допустимом объеме таких условий у российских арбитражных судов отсутствует [70, с. 34]. Отсутствие четкого и единого представление может вызвать, в первую очередь, трудности с опционными соглашениями, где большинство условий для реализации опционов (trigger events) являются потестативными. Разрешением данной проблемы может быть принятие мер по гармонизации и обеспечению единства арбитражной практики, в том числе подготовка различных обобщений судебной практики, более интенсивная работа над постановлениями высших судебных учреждений, в которых формируется единая для всей системы позиция, процессуальные изменения, позволяющие судам оперативно обращаться в вышестоящие инстанции с запросами о толковании тех или иных спорных, противоречивых норм закона.

Также В. Лурье и Е. Мелихов отмечают недостаточность развития механизмов субординирования требований по обязательствам в их классическом виде, в том числе в достаточной степени не регламентированы институты межкредиторского соглашения (inter-creditor agreement) и соглашения о субординировании требований (subordination agreement), которые являются важными элементами структурирования слияний и поглощений в международной практике, поскольку позволяют четко распределить обеспечительные права между старшими, мезонинными и прочими кредиторами в момент [70, с. 34-35]. Разрешением данной проблемы может быть признание и приведение в исполнение межкредиторских соглашений в рамках дел о банкротстве, что широко распространенно в международной практике; устранение несогласованности между Гражданским кодексом и федеральными законами; регламентация применения соглашений о субординировании требований в различных частных случаях во избежание различного толкования норм закона [72, с. 43-45].

Примером отсутствия широкой практики применения инструментов защиты миноритариев могут послужить результаты анализа структуры источников финансирования сделки 4 в разделе 3.1 данного диссертационного исследования, которые продемонстрировали, что существенное отклонение фактической структуры источников финансирования от оптимальной, которая была рассчитана с помощью алгоритма оптимизации структуры источников финансирования сделок M&A телекоммуникационных компаний, могло произойти из-за отсутствия или слабости механизмов защиты миноритарных акционеров.