

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Балакин Илья Андреевич

**АНАЛИТИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ
ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК
ПО ПРИОБРЕТЕНИЮ БИЗНЕСА
С ПРИВЛЕЧЕНИЕМ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА**

5.2.3. Региональная и отраслевая экономика:
бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Ефимова Ольга Владимировна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2024

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 23 декабря 2024 г. в 12:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.121 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Бариленко В.И., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Петров А.М., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Рожнова О.В., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Блинова У.Ю., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Башина О.Э., д.э.н., профессор;
Бычкова С.М., д.э.н., профессор;
Вахрушина М.А., д.э.н., профессор;
Герасимова Е.Б., д.э.н., профессор;
Гришкина С.Н., д.э.н., профессор;
Евстафьева Е.М., д.э.н., доцент;
Ефимова О.В., д.э.н., профессор;
Кеворкова Ж.А., д.э.н., профессор;
Королёв О.Г., д.э.н., доцент;
Мельник М.В., д.э.н., профессор;
Толмачев М.Н., д.э.н., доцент.

Автореферат диссертации разослан 18 октября 2024 г.

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Сделки приобретения бизнеса необходимы при различных экономических условиях и направлены на консолидацию рынка, реструктуризацию неэффективных компаний-конкурентов или их бизнес-единиц. В условиях дефицита собственных средств и внешних инвестиций повышается значение заемных средств и, соответственно, роль сделок приобретения бизнеса с высокой долей привлечения заемного капитала (финансируемый выкуп, leveraged buyout – LBO, долговое финансирование). Сделки LBO позволяют расширить доступ к дополнительным финансовым ресурсам и реализовать такие стратегические возможности приобретения, как ускорение развития компании-цели, создание новых рабочих мест, рост производительности, стимулирование экономического роста и создание ценности. Через оптимизацию операционной эффективности, улучшение бизнес-процессов или реализацию стратегических инициатив приобретающая компания способна увеличить стоимость активов и повысить свою конкурентоспособность. Применение заемного капитала благодаря возможностям управления финансовым рычагом и залогом активов повышает гибкость процесса структурирования сделки. К тому же в условиях финансируемого выкупа происходит диверсификация рисков между участниками сделки. Учет опыта и внедрение лучших практик инвесторов в проведении сделок LBO является основой повышения эффективности деятельности, создания дополнительной стоимости и роста конкурентоспособности целевой компании.

Преимущества финансируемого выкупа бизнеса широко используются за рубежом, где сделки LBO получили распространение с 1980-х годов. В России сделки финансируемого выкупа имеют относительно более короткую историю и зачастую не соответствуют классической модели LBO. Стабильный экономический рост и улучшение инвестиционного климата в 2000-х годах способствовали возникновению и развитию российского рынка LBO. Но в целом темпы роста, количество и объемы сделок российского рынка LBO существенно отстают и не отвечают потребностям российской экономики. Особую актуальность финансируемый выкуп приобретает в России в современных условиях ужесточения зарубежных санкций и сокращения иностранных инвестиций.

Развитие российского рынка LBO зависит от многих факторов, включая экономическую ситуацию, политическую стабильность, доступность финансирования и правовую среду. В свете значительных рисков, связанных с высокой долговой нагрузкой,

колебаний рыночной ситуации и потенциального несоответствия ожиданиям стратегии выкупа, становится критически важным глубокий анализ и тщательное обоснование решений, принимаемых в ходе осуществления операций финансируемого выкупа. В этой связи особую актуальность приобретает необходимость развития методики финансового анализа и оценки эффективности проведения сделок LBO для их аналитической аргументации каждым участников финансируемого выкупа.

Недостаточная разработанность методической базы финансового анализа и аналитического обоснования эффективности финансируемого выкупа, отсутствие комплексной методики финансового анализа, учитывающей специфику сделок LBO, сдерживают развитие операций финансируемого выкупа на фоне роста потребности в них, как важнейшего финансового инструмента реструктуризации и оптимизации российского бизнеса, что и определило выбор темы исследования и ее актуальность.

Степень разработанности темы исследования. Фундаментальные принципы финансового и инвестиционного анализа получили широкое освещение в исследованиях и публикациях российских ученых, среди которых можно выделить И.А. Бланка, Н.Б. Болдыреву, В.В. Бочарова, В.И. Бариленко, Д.А. Ендовицкого, О.В. Ефимову, Е.Б. Герасимову, В.В. Ковалева, В.Г. Когденко, М.В. Мельник, Е.В. Никифорову, А.М. Петрова и других авторов.

В то же время изучение LBO-сделок было проведено такими российскими и зарубежными экспертами, как Э.А. Арзак, Р.А. Брейли, С.В. Гвардин, П. Гохан, А. Дамодаран, К. Демироглу, Т. Дженкинсон, М. Дженсен, О.И. Иконникова, С.Н. Каплан, А. Кессель, Д.О. Леденев и В.О. Леденев, Ф. Модильяни, С. Оплер, П. Пиньятаро, Л.Е. Пятицкая, А.Д. Радыгин, Т. Райферт, И.В. Скворцова, Х. Цзя и другие. В России тематика использования заемных средств для покупки бизнеса также нашла отражение в нескольких диссертациях, авторами которых являются А.П. Ильин, А.С. Коннова, Ю.С. Сидоренко, однако, без раскрытия основ и практических сторон аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа.

Вопросы эффективности и создания стоимости в классических сделках слияний и поглощений (M&A) изучали Д.М. Бишоп, В.В. Бочаров, Дж. К. Ван Хорн, Д.М. ДеПамфилис, И.В. Ивашковская, М. Дженсен и В. Меклинг, Н. Рани, Т.В. Теплова, Н. Энгель. Специфика формирования стоимости участниками финансируемого выкупа представлена в работах таких авторов, как Э.Р. Арзак, С.Н. Каплан и П. Стромберг, Дж.Б. Кон, Н. Лоос, Т. Оплер и С. Титман. Результаты анализа основных факторов эффективности и создания стоимости в сделках финансируемого выкупа в своих трудах

представили А. Ахляйтнер, М. Дженсен и В. Меклинг, К. Диллер, К. Лихтнер, Ф. Штрайх и другие авторы.

Высоко оценивая научный вклад ученых, следует отметить, что в настоящее время в научной литературе отсутствует раскрытие в необходимой мере комплексной методики финансового анализа для обеспечения аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа с учетом их особенностей и вклада заинтересованных сторон. Соответствующие эмпирические исследования зарубежных авторов играют важную роль для развития рынка LBO, но не учитывают специфику российского бизнеса.

Целью исследования является развитие теоретико-методических положений аналитического обоснования эффективности сделок приобретения бизнеса с высокой долей привлечения заемного капитала и разработка практических рекомендаций для повышения качества принимаемых решений.

Для достижения цели поставлены следующие **задачи**:

- определить место и раскрыть содержание системы финансового анализа сделок финансируемого выкупа, в том числе конкретизировать процедуры аналитического обоснования эффективности сделок LBO, уточнить и систематизировать инструментарий финансового анализа, необходимый для обоснования инвестиционных решений, связанных с совершением LBO-сделок и оценки их эффективности;
- на основе исследования аналитических возможностей и систематизации инструментария оценки создания стоимости для участников финансируемого выкупа предложить рекомендации по совершенствованию аппарата аналитического обоснования эффективности, способствующие как принятию управленческих решений всеми участниками сделок, так и развитию российского рынка LBO в целом;
- сформировать предложения по улучшению информационной базы, позволяющей создать необходимую основу для проведения эмпирических исследований, направленных на выявление факторов, влияющих на эффективность сделок финансируемого выкупа;
- обосновать и раскрыть содержание методики факторного анализа эффективности сделок финансируемого выкупа и возможные направления его совершенствования, предложить конкретные методики анализа воздействия значимых факторов на эффективность сделок LBO, направленные на повышение качества оценки и прогноза успешности сделок;

– предложить и апробировать комплексную модель финансового анализа для оценки результативности LBO-сделок, которая будет включать не только основные финансовые драйверы повышения стоимости, но также операционные показатели и ESG-индикаторы, характеризующие бизнес-модель, риски и потенциал целевой компании LBO-сделки, обеспечивая высокий уровень адаптивности модели и возможности ее дальнейшего совершенствования с учетом уникальных отраслевых особенностей, многообразия сделок и меняющихся экономических условий.

Объект исследования – сделки по приобретению бизнеса, осуществляемые с использованием заемного капитала.

Предметом исследования является теоретико-методический аппарат финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа и направления его совершенствования в целях повышения обоснованности принимаемых решений о приобретении бизнеса с использованием заемных средств.

Область исследования диссертации соответствует п. 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка эффективности деятельности экономических субъектов» и п. 11.5. «Мониторинг, анализ и оценка изменений бизнеса» Паспорта научной специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика: бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика (экономические науки).

Теоретическая основа исследования представлена разработками отечественных и зарубежных ученых в области анализа сделок слияний и поглощений и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа. В диссертационном исследовании используются теоретические положения концепции стоимости денежных средств во времени, стоимости капитала, компромисса риска и доходности, альтернативных затрат, агентских отношений, устойчивых темпов роста.

Научная новизна исследования заключается в разработке комплексной модели финансового анализа и рекомендаций по выбору, организации и методике использования аналитического инструментария оценки эффективности сделок финансируемого выкупа для обеспечения качественного и адаптированного к современным требованиям аналитического обоснования принимаемых участниками сделки решений на каждой стадии ее проведения.

Теоретическая значимость работы состоит в развитии инструментария аналитического обоснования принимаемых участниками сделок LBO решений в целях повышения эффективности финансируемых выкупов и снижения рисков

неблагоприятных последствий их совершения.

Практическая значимость работы заключается в том, что предложенный аналитический инструментарий может быть использован заинтересованными сторонами сделки для комплексного анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа. Полученные результаты ориентированы на их практическое применение в аналитической работе на различных стадиях проведения LBO-сделок для решения ряда конкретных задач, связанных с информационным, аналитическим, организационным и методическим обеспечением принятия обоснованных управленческих решений участниками финансируемого выкупа. Практическая значимость проведенного исследования проявляется также в возможностях применения его результатов в учебном процессе в целях углубленного изучения финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа.

Методология и методы исследования. Для проведения исследования применялись общепризнанные методы научного познания, абстрактного и логического мышления, анализа и синтеза, инструментарий финансового, инвестиционного, экономического и статистического анализа, методы обзора литературы, финансовое моделирование и другие общенаучные, экономико-статистические и финансовые методы.

Для разработки и апробации предложенной методики аналитического обоснования эффективности финансируемого выкупа использованы технические инструменты – пакет приложений Microsoft Office, в том числе электронные таблицы MS Excel.

Нормативная и информационная база исследования. Исследование базируется на законодательных и нормативных документах Российской Федерации, регламентирующих нормы и процедуры организации и проведения анализа и оценки сделок приобретения бизнеса с привлечением заемных средств.

Информационный фундамент исследования базируется на научных работах ведущих ученых по разрабатываемым в диссертации проблемам, а также финансовой и нефинансовой отчетности организаций различных сфер бизнеса, вовлеченных в операции по выкупу активов с помощью заемных средств, на материалах Федеральной службы государственной статистики, публикациях информационных и аналитических служб, обзорах консультационных фирм и инвестиционных банков, а также данных о заключенных сделках из международных и российских специализированных информационных систем (Bloomberg, Compustat, Mergermarket) и других открытых баз данных Интернета.

Положения, выносимые на защиту:

– определено ключевое место, раскрыты задачи и содержание системы финансового анализа сделок LBO, конкретизированы основные процедуры аналитического обоснования эффективности LBO, уточнены и систематизированы методы и показатели финансового анализа и оценки эффективности, обеспечивающие выбор необходимого аналитического инструментария финансового анализа для обоснования управленческих решений на каждой стадии приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала (С. 17; 19; 21-26; 38-39);

– на основе обоснования целесообразности применения, наряду с финансовыми показателями оценки созданной стоимости, нефинансовых показателей, характеризующих корпоративную социальную ответственность целевой компании и направленность ее деятельности на устойчивое развитие, предложена система показателей оценки условий и результатов создания ценностей участниками сделок долгового финансирования, в которой определены ключевые параметры, необходимые для анализа и принятия управленческих решений каждым участником сделок финансируемого выкупа (С. 65-68; 124-127);

– даны рекомендации по совершенствованию информационной базы, позволяющей создать необходимую основу для проведения эмпирических исследований, направленных как на выявление новых факторов, влияющих на эффективность отдельных сделок финансируемого выкупа, так и на выявление тенденций и проблем развития российского рынка LBO (С. 87-88; 124; 126);

– обосновано и раскрыто содержание методики анализа финансовых и нефинансовых факторов, влияющих на эффективность сделок финансируемого выкупа. На основе выявления особенностей анализа и оценки эффективности сделок LBO и уточнения декомпозиционной модели анализа создания стоимости участниками финансируемого выкупа, позволяющей идентифицировать прямые и косвенные источники стоимости, а также факторы ее создания, определены направления совершенствования факторного анализа эффективности LBO-сделки. Предложены конкретные методики факторного анализа эффективности сделок LBO, направленные на оценку влияния стратегий финансируемого выкупа на его доходность, а также влияния факторов и направлений их воздействия на финансовый леверидж сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала (С. 76-84; 91-98; 165-170; 173-174);

– разработана комплексная многофакторная модель финансового анализа и

оценки эффективности сделок LBO и предложена методика ее применения, способствующие повышению обоснованности принимаемых управленческих решений всеми ключевыми сторонами LBO-сделок на различных этапах проведения операций по приобретению бизнеса с использованием заемного капитала. В состав предлагаемой модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO включены компоненты ESG-анализа, PESTEL-анализа, а также сценарного анализа. Предлагаемая модель способна к адаптации и учету специфических задач и интересов участников сделок на всех стадиях финансируемого выкупа (С. 100-112; 114-123; 175-240).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.

Достоверность результатов исследования подтверждается достаточным количеством наблюдений с применением современных методов исследования, опубликованием полученных результатов и их апробацией на научных конференциях.

Основные положения и выводы диссертационного исследования были обсуждены и получили положительную оценку на следующих научных мероприятиях: на IV Международной научно-практической конференции «Научные исследования и инновации» (г. Саратов, НОО «Цифровая наука», 14 марта 2021 г.), на XIV Международной научно-практической конференции «Декабрьские чтения памяти С.Б. Барнгольц» (Москва, Финансовый университет, 15-16 декабря 2022 г.), на XV Международной научно-практической конференции «Наука, образование, инновации: актуальные вопросы и современные аспекты» (г. Пенза, Международный центр научного сотрудничества «Наука и просвещение», 29 декабря 2022 г.); на Международной научно-практической конференции «Экономика, бизнес, инновации: актуальные вопросы теории и практики» (г. Пенза, Международный центр научного сотрудничества «Наука и просвещение», 25 ноября 2023 г.).

Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе ПАО АФК «Система» при анализе инвестиционной привлекательности сделок потенциальных сделок по приобретению бизнеса с привлечением заемного капитала. В частности, применяется разработанная в диссертации система инструментария оценки создания стоимости сделок финансируемого выкупа, позволяющая повысить качество аналитического обоснования принимаемых инвестиционных решений. Выводы и основные положения диссертации способствуют повышению эффективности совершаемых компанией приобретения и реструктуризации бизнеса с использованием заемных средств.

Комплексная модель финансового анализа и оценки эффективности сделок

финансируемого выкупа внедрена в систему аналитического обоснования принимаемых управленческих решений по сделкам приобретения бизнеса с привлечением заемных средств ООО «Эксплорэйшн Капитал», позволяя улучшить финансовые результаты компании на основе роста количества совершаемых сделок и снижения рисков их неблагоприятного завершения. Материалы проведенного в диссертации исследования (модель создания стоимости в LBO-сделках и система инструментария ее оценки, методики анализа влияния факторов на финансовый левэридж LBO и анализа влияния стратегий проведения сделок LBO на их эффективность) применяются для углубления и повышения качества факторного анализа сделок финансируемого выкупа. Выводы и основные положения диссертации способствуют увеличению количества совершаемых сделок и минимизации рисков, содействуют повышению эффективности реализуемых компанией сделок приобретения и реструктуризации бизнеса с использованием заемного капитала.

Материалы диссертации используются Кафедрой бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Аналитическое обоснование финансовых решений» и «Анализ и финансовое моделирование инвестиционных проектов».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. По теме исследования опубликовано 13 научных работ общим объемом 9,55 п.л. (весь объем авторский), в том числе 6 работ авторским объемом 4,51 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определены поставленными целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы, включающего 175 наименований, списка иллюстративного материала и 21 приложения. Текст диссертации изложен на 240 страницах, включает 87 рисунков, 18 таблиц, 48 формул.

II Основное содержание работы

В представленном исследовании разработаны теоретические положения, сформулированы выводы и созданы практические рекомендации, которые значительно

развивают методы аналитического обоснования эффективности LBO-сделок. Авторский вклад в развитие методики финансового анализа и оценку эффективности финансируемого выкупа, а также основные результаты диссертационного исследования состоят в следующем:

1) В развитие теоретических положений методического аппарата оценки эффективности сделок финансируемого выкупа определено ключевое место и раскрыто содержание системы финансового анализа сделок LBO, конкретизированы основные процедуры аналитического обоснования эффективности LBO, уточнены и систематизированы методы и показатели финансового анализа и оценки эффективности, обеспечивающие выбор необходимого инструментария финансового анализа для обоснования управленческих решений на каждой стадии финансируемого выкупа.

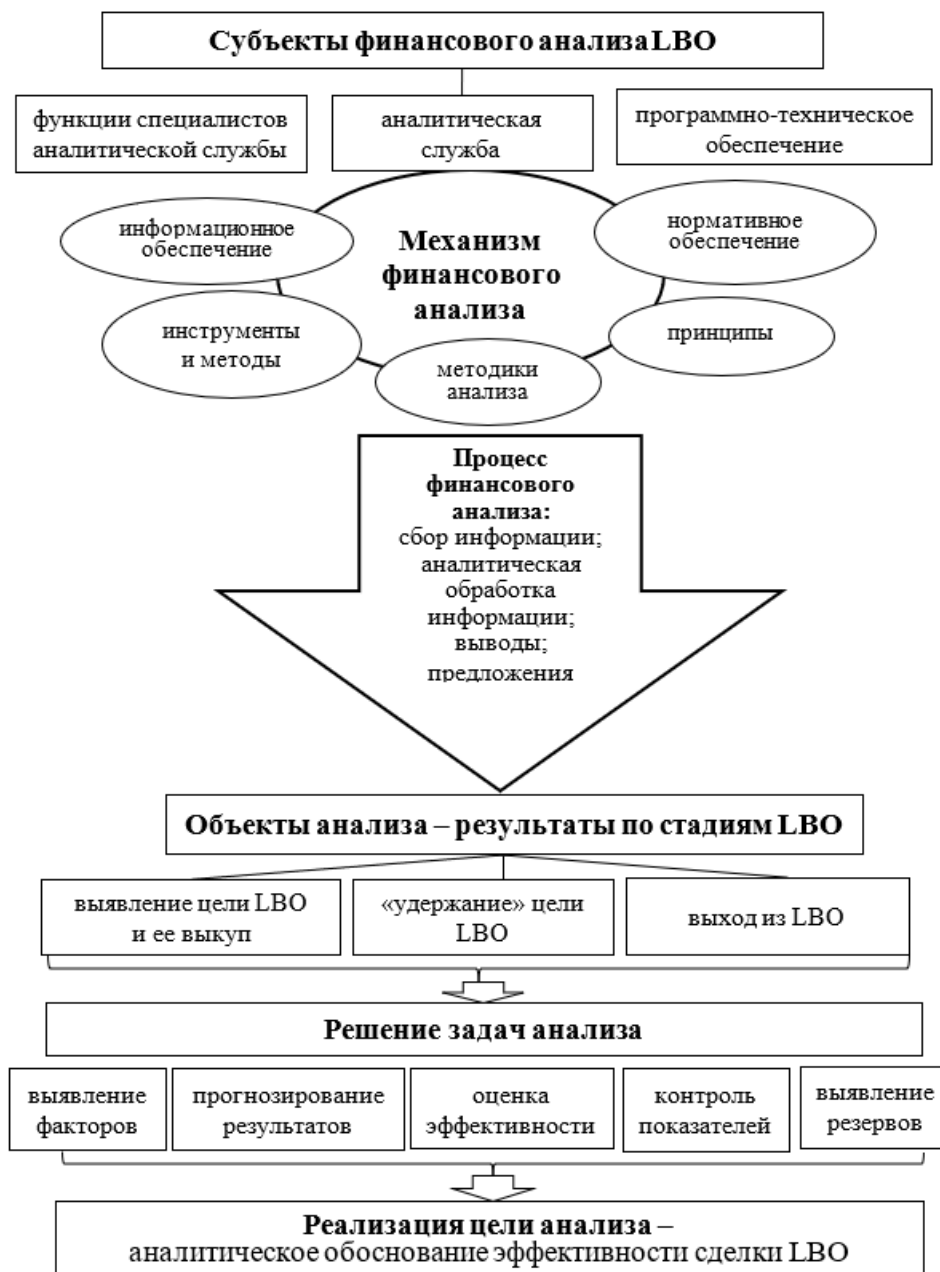
По результатам критического анализа существующих подходов к определению финансируемого выкупа уточнено его содержание через призму процессного подхода как совокупности последовательных действий приобретения бизнеса с привлечением заемных средств с целью повышения его стоимости, что позволило обосновать и наглядно представить ключевое место, и раскрыть содержание финансового анализа и оценки эффективности на каждой стадии LBO-сделки, создающих основу для принятия решений ее участниками. В основе каждого этапа LBO лежит аналитическое обоснование эффективности финансируемого выкупа.

Первая стадия LBO предполагает выявление наиболее предпочтительного кандидата на выкуп и оценку структуры капитала с уточнением необходимой доли заемных средств для принятия решения об участии в сделке долгового финансирования. На второй стадии финансируемого выкупа определяется наиболее выгодный момент «выхода» из сделки – когда достигаются наилучшие финансовые результаты и стабильное финансовое состояние целевой компании, ее наибольшая стоимость. На третьей стадии LBO аналитическое обоснование эффективности направлено, прежде всего, на выбор оптимальной стратегии для закрытия сделки (с наибольшей добавленной стоимостью) и оценку окончательного результата сделки финансируемого выкупа.

В соответствии с системным подходом дано определение системы финансового анализа финансируемого выкупа как упорядоченной совокупности взаимосвязанных элементов, достигающих в процессе взаимодействия реализации ее основной цели – аналитического обоснования эффективности сделки; раскрыты и наглядно представлены содержание и состав системы финансового анализа LBO с идентификацией и уточнением

таких ее элементов, как цель, задачи, объекты, субъекты, инструменты, методы и методики анализа. Система финансового анализа сделок финансируемого выкупа представлена на рисунке 1.

Субъектами финансового анализа выступают все участники сделок финансируемого выкупа (целевая компания, покупатели, продавцы, инвесторы, кредиторы, аналитические и аудиторские компании), финансовые службы которых посредством финансового механизма в процессе финансового анализа осуществляют аналитическое обоснование эффективности сделки как основы принимаемых управленческих решений по ней.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Система финансового анализа сделок финансируемого выкупа и механизм ее функционирования

Финансовый анализ сделок является необходимым условием принятия управленческих решений участниками сделок, поэтому каждый участник создает уникальную систему финансового анализа, отличающуюся по сути в зависимости от их специфических целей и интересов, однако, в целом, они схожи по составу и структуре.

Анализ академической литературы по теме исследования позволил сгруппировать и систематизировать основные методы финансового анализа по стадиям LBO процесса. Выбор целевой компании и одобрение решений на первой стадии сделки выкупа осуществляется на основе итогов анализа с использованием классических методов анализа финансового состояния (горизонтально-вертикального, коэффициентного анализа, сравнения, факторного анализа), а также методов инвестиционного анализа (метод DCF; APV-подход; модель IRR, модель EVA и другие). На второй стадии LBO помимо методов анализа финансового положения применяют метод CAR, метод событий. На стадии выхода из сделки долгового финансирования оценка эффективности сделки осуществляется с применением DCF-модели, APV-подхода, моделей IRR и EVA, и других методов оценки стоимости бизнеса и инвестиционных проектов.

Предложенная систематизация методов и показателей финансового анализа в разрезе стадий сделок финансируемого выкупа призвана помочь участникам сделки более полно и объективно оценить ее потенциал, риски и возможности для создания стоимости, что способствует принятию обоснованных решений и успешному проведению LBO.

Конкретизация и структурирование процессов аналитического обоснования эффективности сделки финансируемого выкупа, а также уточнение и систематизация методов и показателей финансового анализа и оценки эффективности на различных ее стадиях, составляют теоретическую основу для выявления проблем финансового анализа и оценки эффективности LBO-сделок и разработки рекомендаций их решения.

Проведенное исследование позволило охарактеризовать систему финансового анализа сделок LBO как структурно сложную, развивающуюся, динамическую, управляемую систему, требующую адаптации ее элементов в меняющейся социально-экономической обстановке с учетом требований заинтересованных сторон.

2) Разработана система инструментария оценки создания стоимости участниками сделок финансируемого выкупа и предложены рекомендации по совершенствованию аппарата аналитического обоснования эффективности сделок LBO.

Разработанная по результатам проведенного исследования система инструментария оценки созданной в процессе сделки финансируемого выкупа стоимости,

дополняющая традиционные финансовые показатели нефинансовыми параметрами ответственного поведения, обеспечивающего устойчивое развитие в интересах будущих поколений, представленная на рисунке 2, наглядно демонстрирует ключевые метрики аналитического обоснования управленческих решений для каждого заинтересованного участника сделки LBO. Достижение соответствия ESG-критериям (Environmental, Social, Governance), внедренных в систему оценки эффективности LBO-сделок, призвано обеспечить рост стоимости целевой компании в долгосрочной перспективе благодаря повышению конкурентных преимуществ на рынке, снижению затрат, улучшению бренда и клиентской лояльности компании-цели выкупа. Анализ и дальнейшая декомпозиция предложенных показателей позволят повысить детализацию и качество анализа и оценки потенциальных рисков, связанных с окружающей средой, социальной ответственностью и управлением, которые могут повлиять на финансовую стабильность и репутацию компании.

Определение требований к показателям и анализ теории и практики их применения в сделках финансируемого выкупа позволили выявить ключевые проблемы системы показателей аналитического обоснования оценки создания стоимости участниками LBO и предложить возможные пути их решения, направленные на улучшение прозрачности, доступности и полезности информации для всех участников рынка: увеличение открытости финансовых, операционных и иных данных для более широкого и глубокого понимания рынка LBO и принятия обоснованных инвестиционных решений по LBO-сделкам; улучшение обмена информацией через специализированные платформы для повышения уровня знаний о рынке LBO; и другие направления решения выявленных проблем.

3) Для совершенствования информационной базы анализа рынка LBO в целом и его отдельных сделок, в частности, предложено утверждение на законодательном уровне стандартов отчетности по устойчивому развитию с учетом отраслевых особенностей, внесение дополнительной информации о кредитовании сделок финансируемого выкупа в месячную отчетность банков «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам» (форма по ОКУД 0409303) и раскрытие информации о LBO-сделках их участниками по единым стандартам для обеспечения сопоставимости данных по годам.

Заинтересованные участники создания стоимости в LBO				
Оценка создания стоимости разными участниками LBO	Значение созданной стоимости	Целевая компания	Акционеры/Фонд PE	Держатели долга
		<p>ROCE – WACC</p> $ROCE = \frac{EBIT}{Capital\ Employed}$ <p>WACC по модели CAPM</p>	<p>ROE – COE</p> $ROE = \frac{Net\ Profit}{Equity}$ <p>COE (cost of equity) по модели CAPM</p>	<p>ROD – COD</p> <p>ROD - эффективная стоимость долга</p> <p>COD- безрисковая ставка с поправкой на секторальные CDS</p>
Уточнения к оценке стоимости	<p>Разложение ROCE:</p> <ul style="list-style-type: none"> - повышение EBIT - динамика Capital Employed <p>Анализ динамики продаж:</p> <ul style="list-style-type: none"> - по факторам внутреннего и внешнего роста - в сравнении с конкурентами <p>Рост рентабельности EBITDA:</p> <ul style="list-style-type: none"> - постоянные и переменные затраты 	<p>Разложение ROE:</p> <ul style="list-style-type: none"> - формула DuPont - формула кредитного плеча <p>IRR анализ:</p> <ul style="list-style-type: none"> эффект левериджа эффект FCF эффект увеличения EBITDA множественный эффект EBITDA 	<p>Динамика рейтинга долга</p> <p>Информация о структуре долга:</p> <ul style="list-style-type: none"> цена, срок погашения и характер траншей 	
	Долгосрочная стратегия и потенциальные риски целевой компании	Объективные конфликты между фондом и компанией	<p>Анализ устойчивости:</p> <p>Состояние до LBO, за период LBO и после LBO</p> <p>Анализ FCF и долгосрочная прибыльность:</p> <p>Капитальные затраты + затраты на исследования и разработки</p> <p>Оценка FCF</p> <p>Улучшение WC</p> <p>Динамика FCFE</p>	
Оценка других рисков компании		<p>Операционный леверидж:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Постоянные/переменные затраты - Оценка $Beta_{asset\ unlevered}$ - Оценка DOL <p>Финансовый леверидж:</p> <ul style="list-style-type: none"> - $Beta_{equity\ levered}$ - Финансовый рычаг: $Net\ Debt/EBITDA$; $Net\ Debt/Equity$; DSCR 		
Ответственное поведение	<p>Анализ динамики и сравнения нефинансовых показателей, характеризующих производство, снабжение, продажи, логистику, продвижение, инновации</p>			
	<p>Анализ динамики и сравнения нефинансовых показателей, характеризующих корпоративную социальную ответственность целевой компании и направленность ее деятельности на устойчивое развитие</p>			

Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Инструментарий оценки создания стоимости участниками LBO

Предложенные рекомендации позволят сформировать необходимую основу для выявления тенденций и проблем развития российского рынка LBO, а также для проведения эмпирических исследований разных факторов, влияющих на эффективность

проведения как отдельных сделок, так и рынка финансируемых выкупов в целом. Уточнение факторов влияния на результаты финансируемого выкупа и их учет на каждом его этапе обеспечит своевременное принятие мер для усиления их позитивного воздействия и повышения качества решений.

4) Раскрыто содержание методики анализа влияния финансовых и нефинансовых факторов на эффективность сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала и направления ее совершенствования; предложены конкретные методики факторного анализа LBO, как примеры факторного анализа и оценки различных аспектов и детерминант повышения эффективности сделок финансируемого выкупа.

На основе исследования основных методов оценки стоимости целевой компании и их особенностей на различных стадиях финансируемого выкупа сформирована декомпозиционная модель создания стоимости в LBO-сделках, позволяющая идентифицировать прямые и косвенные источники стоимости, а также факторы создания стоимости, и способствующая развитию факторного анализа эффективности сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала, как важного этапа финансового анализа состояния целевой компании, определения тенденций и закономерностей ее развития, и оценки потенциальной эффективности сделки LBO.

В развитие содержания факторного анализа эффективности LBO-сделок уточнены его основные этапы (определение целей анализа; сбор данных о сделке, выбор ключевых факторов, влияющих на эффективность сделки; определение показателей для количественной оценки каждого фактора, сбор финансовых и экономических данных по каждому выбранному фактору; анализ полученных данных для выявления текущих трендов, возможностей и угроз, количественная и качественная оценка влияния каждого фактора на финансовые показатели сделки с использованием различных статистических методов, интеграция и интерпретация результатов, разработка рекомендаций и стратегий) и методы проведения (финансовое моделирование, анализ чувствительности, сценарный анализ, корреляционно-регрессионный анализ, сравнительный анализ и другие методы).

Для уточнения и конкретизации основ факторного анализа предложены методики факторного анализа эффективности сделок LBO, обеспечивающие оценку влияния стратегий финансируемого выкупа на его доходность, а также влияния факторов и направлений их воздействия на финансовый леверидж сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала. Результаты применения предложенных методик факторного анализа демонстрируют различия целевых ориентиров участников

совершаемых транзакций: классические LBO ориентированы на рост операционных показателей; для стратегических финансируемых выкупов предпочтительно повышение доходности капитала, в том числе в результате ускорения выплат по акциям с учетом благоприятных периодов на финансовых рынках. В этих условиях важен учет денежных потоков и финансовых результатов инвесторов LBO не только до закрытия, но до фактического завершения сделки. Анализ влияния факторов на кредитное плечо LBO отразил высокий уровень воздействия на него изменений кредитных спредов и низкую значимость основных классических детерминант структуры капитала (таких, как свободный денежный поток, рентабельность активов и потенциал роста).

Итоги анализа показали их существенное отличие от предшествующих эмпирических исследований и необходимость проведения анализа влияния различных аспектов и детерминант на эффективность сделок финансируемого выкупа на регулярной основе в условиях быстро меняющихся экономических условий в стране и в мире. Важным является уточнение как первичных, так и потенциально не выявленных вторичных факторов, способных влиять на структуру капитала целевых компании и эффективность финансируемого выкупа, включение в модель таких переменных, как структура собственности, рыночная доля, темпы роста отрасли, широкое использование ESG-метрик, которые могут оказывать воздействие на важнейшие характеристики финансируемого выкупа, а также применение машинного обучения и искусственного интеллекта, улучшение моделей прогнозирования и сценарного анализа, адаптация моделей для интеграции качественной информации, регулярное обновление данных и модели, обеспечивая динамичность и способность адаптации к новым условиям.

Совершенствование методики факторного анализа эффективности сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала, являющегося фундаментальным инструментом финансового анализа, помогает точнее оценить риски и потенциальную доходность, улучшая качество инвестиционных решений и финансовые результаты участников финансируемого выкупа.

5) Разработана и апробирована комплексная модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO, а также представлена блок-схема ее применения, уточняющая аналитические процедуры формирования аналитического обоснования принятия решений по каждой стадии процесса сделок финансируемого выкупа, их последовательность и целевые установки.

Предлагаемая модель финансового анализа позволяет оценить потенциальную доходность и риски LBO-сделок, определить структуру капитала и рассчитать ключевые

показатели эффективности. Блок-схема аналитического обоснования принятия решений в процессе сделок финансируемого выкупа представлена на рисунках 3 и 4.

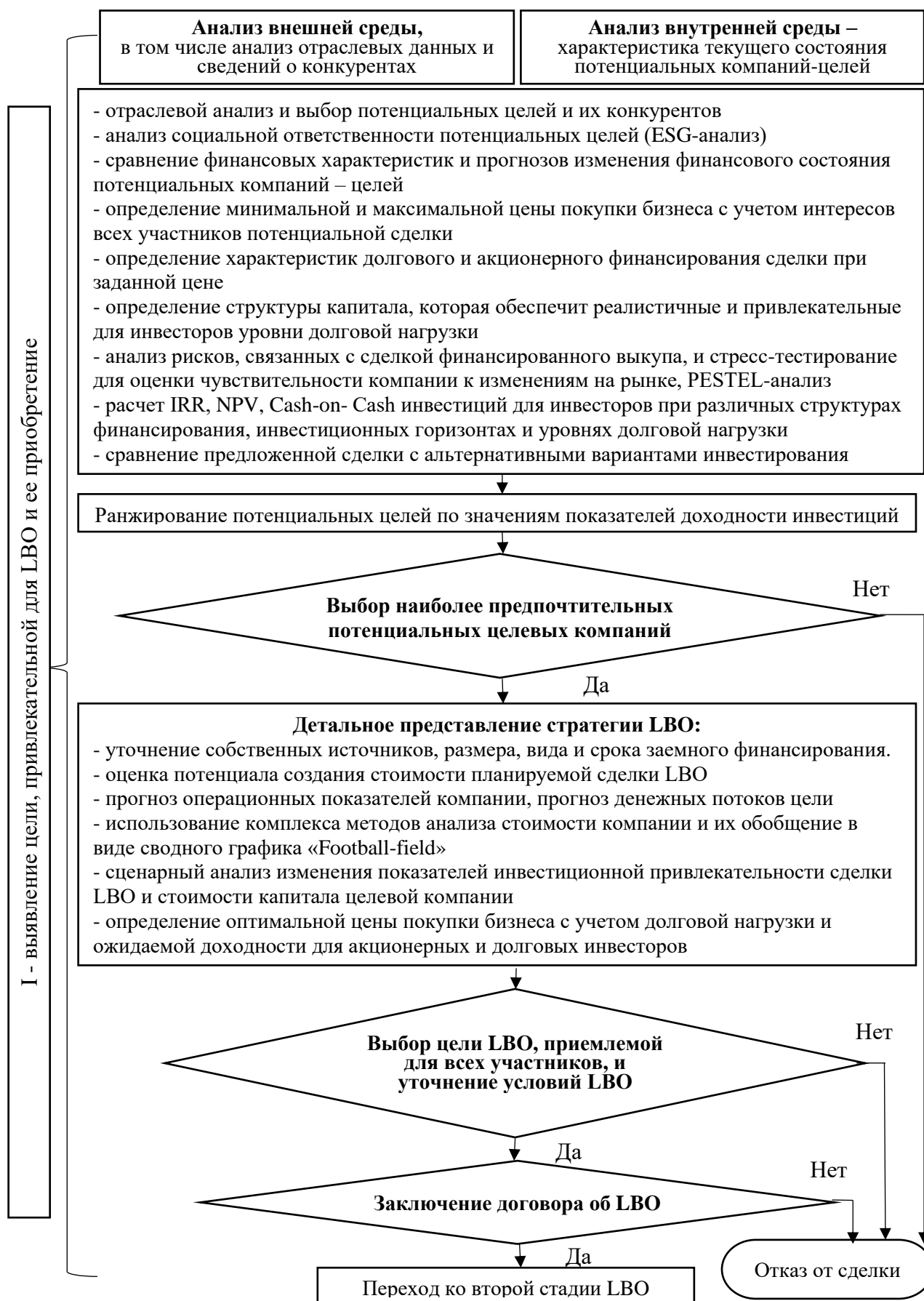
Модель призвана стать эффективным инструментом анализа и разработки стратегии управления рисками в сделках LBO, что является наиболее актуальным в современных быстро меняющихся экономических условиях.

Значимым преимуществом предложенной модели является её универсальность: она может использоваться всеми ключевыми сторонами LBO-сделок, включая целевую компанию, финансовых инвесторов и стратегических покупателей, на различных этапах проведения операций по приобретению бизнеса с использованием заемного капитала.

Включение в предлагаемую модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO таких компонентов, как ESG-анализ, PESTEL-анализ, сценарный анализ, комплекс методов по анализу стоимости целевой компании, сравнение и обобщение результатов оценки стоимости компании-цели разными методами, призвано обеспечить более полное и всестороннее понимание финансовых и операционных аспектов сделок LBO.

Эти компоненты позволяют учитывать не только финансовые показатели, но и факторы социальной ответственности, внешней среды и потенциальных сценариев развития. Их интеграция в модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO направлено на увеличение точности и глубины анализа, минимизацию рисков, обеспечение устойчивости инвестиций и управление факторами, которые могут повлиять на успех инвестиционной стратегии. Это должно помочь инвесторам принимать более обоснованные решения, основываясь на широком спектре финансовых, стратегических и операционных показателей, а также нефинансовых факторов, учитывая при этом и социальные, и экологические последствия их инвестиционных действий.

Предусмотрение в модели анализа факторов, влияющих на расхождение прогнозных и фактических значений IRR, направлено на более полное и обоснованное понимание и интерпретацию причин отклонений между ожидаемой и реальной доходностью сделок LBO. Это позволит: улучшить качество прогнозирования и планирования; идентифицировать слабые места в стратегии и операционной эффективности; пересмотреть предположения и параметры, использованные при моделировании, для корректного отражения текущей экономической ситуации; усилить учитывающие риск компоненты инвестиционного анализа; настроить процесс принятия решений на основе полученной обратной связи по фактической выполнимости проектов.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Блок-схема аналитического обоснования принятия решений на I стадии процесса сделок финансируемого выкупа



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Блок-схема аналитического обоснования принятия решений на II и III стадиях процесса сделок финансируемого выкупа

Для проверки действенности модели использованы данные трех отечественных компаний разных отраслей экономики, которые участвовали в сделках LBO в 2022 году с разными исходами участия (неудачное и успешное участие в LBO, и по которой был отказ от участия в финансируемом выкупе, соответственно). Анализ, проводимый при помощи

многофакторной модели финансового анализа и оценки эффективности LBO, позволяет инвесторам и аналитикам оценить финансовое состояние целевой компании, риски и выгоды LBO-сделок и принять обоснованные инвестиционные решения, способствует более точному и надежному прогнозированию финансовых результатов LBO-сделок. Опираясь на инновационный опыт и основы моделей LBO, используемых крупнейшими инвестиционными банками, предлагаемая модель в тоже время является авторской разработкой, основанной на результатах проведенного исследования. Значимым преимуществом предлагаемой модели является ее пригодность для использования всеми ключевыми игроками процесса LBO (целевыми компаниями, финансовыми инвесторами, стратегическими покупателями) и на каждом из этапов сделки по приобретению бизнеса с привлечением заемного капитала. Различия в составе компонентов стандартных и предлагаемой моделей финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Сравнение стандартных и авторской моделей финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO

Элементы модели	Стандартные модели	Авторская модель
Финансовая модель с прогнозом денежных потоков компании-цели и учетом возможных синергий	да	да
Расчет IRR, NPV и Cash-on-Cash инвестиций для инвестора	не всегда	да
Анализ чувствительности основных показателей компании-цели и инвестиционных показателей сделки	не всегда	да
Внедрение в модель модуля кредитного анализа и контроль установленных кредитных ковенант	нет	да
Анализ не только финансовых и операционных показателей, но и параметров социальной ответственности целевой компании (ESG-анализ)	нет	да
Проведение PESTEL-анализа с учетом в финансовой модели экологических, социальных, управленческих и правовых рисков и дополнительных возможностей	нет	да
Сценарный анализ изменения показателей инвестиционной привлекательности сделки LBO и стоимости капитала компании-цели	нет	да
Использование комплекса методов по анализу стоимости компании цели на входе и выходе из сделки (метод APV, мультипликаторов компаний аналогов и прецедентных сделок – EV/EBITDA и EV/Revenue)	нет	да
Обобщение полученных результатов анализа и оценки стоимости целевой компании разными методами в виде сводного графика/гистограммы «Football-field»	не всегда	да
Анализ факторов, влияющих на расхождение прогнозных и фактических значений внутренней нормы доходности (IRR)	нет	да

Источник: составлено автором.

Модель может использоваться на каждой стадии LBO всеми участниками сделки, адаптируясь к их специфическим задачам и интересам, что устраняет некоторые ошибки, неточности и проблемы других моделей LBO и обеспечивает дальнейшее совершенствование методологии финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа.

Апробирование разработанной модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO показало высокий уровень ее приемлемости для широкого спектра ситуаций и различных отраслей, комплексность, точность и надежность модели в различных сценариях, что важно для предоставления реалистичных результатов и прогнозов с учетом уникальных отраслевых особенностей и многообразия сделок.

III Заключение

Проведенное исследование привело к достижению поставленной цели – углублению теоретических и методических аспектов финансового анализа и оценки эффективности компаний, участвующих в сделках финансируемого выкупа. Сформировано авторское определение, а также раскрыты содержание, состав и характеристика системы и процесса финансового анализа финансируемого выкупа. Систематизированы методы и показатели финансового анализа и оценки эффективности по стадиям LBO. Сформирована декомпозиционная модель создания стоимости в LBO-сделках, позволяющая идентифицировать прямые и косвенные источники стоимости, а также факторы создания стоимости, предложены методики анализа факторов влияния на доходность и финансовый леверидж LBO. Определены направления развития факторного анализа в сфере финансируемого выкупа. Представлена система инструментария оценки создания стоимости разными участниками LBO-сделок с учетом требований их ответственного поведения, обеспечивающего устойчивое развитие в интересах будущих поколений. Раскрыты проблемы и предложены рекомендации совершенствования информационной базы анализа рынка LBO в целом и его отдельных сделок, разработана и апробирована комплексная модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO, а также наглядно представлена блок-схема ее применения для формирования аналитического обоснования принятия решений по каждой стадии процесса сделок финансируемого выкупа.

Результаты исследования способствуют дальнейшему развитию теоретико-методических положений аналитического обоснования эффективности сделок

финансируемого выкупа и ориентированы на практическое использование в аналитической работе на различных этапах проведения LBO-сделок для решения ряда конкретных задач, связанных с информационным, аналитическим, организационным и методическим обеспечением принятия обоснованных управленческих решений участниками финансируемого выкупа, способствуя росту привлекательности сделок LBO для потенциальных инвесторов и развитию данного вида инвестирования в целом.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Балакин, И.А. Модель создания стоимости в сделках приобретения бизнеса с привлечением заемных средств / И.А. Балакин // КАНТ. – 2021. – № 1 (38). – С. 6-10. – ISSN 2222-243X.

2. Балакин, И.А. Модель анализа и выбора целевой компании для финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Бизнес. Образование. Право. – 2023. – № 2 (63). – С. 80-85. – ISSN 1990-536X.

3. Балакин, И.А. Развитие анализа влияния факторов на эффективность сделок финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Финансовый бизнес. – 2023. – № 8. – С. 195-200. – ISSN 0869-8589.

4. Балакин, И.А. Развитие системы аналитических показателей оценки стоимости в сделках финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Современная экономика: проблемы и решения. – 2023. – № 6 (162). – С. 50-62. – ISSN 2078-9017.

5. Балакин, И.А. Модель финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Финансовый бизнес. – 2023. – № 11. – С. 234-237. – ISSN 0869-8589.

6. Балакин, И.А. Система и процесс финансового анализа сделок финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Управленческий учет. – 2023. – № 12. – С. 31-40. – ISSN 1814-8476.

Публикации в других научных изданиях:

7. Балакин, И.А. Оценка создания стоимости участниками сделки долгового финансирования (LBO) / И.А. Балакин // Финансовая экономика. – 2021. – № 2.

– С. 103-107. – ISSN 2075-7786.

8. Балакин, И.А. Влияние факторов на активность финансовых и стратегических покупателей в сделках финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Финансы и кредит. – 2021. – Выпуск 4. Том 27. – С. 913-933. – ISSN 2071-4688.

9. Балакин, И.А. Анализ зависимости доходности финансируемого выкупа от стратегии его транзакций / И.А. Балакин // Финансы и кредит. – 2021. – Выпуск 7. Том 27. – С. 1672-1690. – ISSN 2071-4688.

10. Балакин, И.А. Место и роль экономического анализа в проведении сделок финансируемого выкупа (LBO) / И.А. Балакин // Modern Science. – 2022. – № 3. Volume II. – С. 47-53. – ISSN 2414-9918.

11. Балакин, И.А. Система аналитического обоснования принятия решений по сделкам финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Наука, образование, инновации: актуальные вопросы и современные аспекты : сборник статей XV Международной научно-практической конференции : в 2 частях. Часть 2. – Пенза : МЦНС «Наука и Просвещение». – 2022. – С. 31-33. – 250 с. – ISBN 978-5-00173-630-1. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_50055338_80791451.pdf (дата обращения: 23.04.2024).

12. Балакин, И.А. Анализ влияния факторов на кредитное плечо сделок финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Финансовый менеджмент. – 2022. – № 6. – С. 15-27. – ISSN 1607-968X.

13. Балакин, И.А. Совершенствование финансового анализа финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Экономика, бизнес, инновации: актуальные вопросы теории и практики : сборник статей Международной научно-практической конференции. – Пенза : МЦНС «Наука и Просвещение», 2023. – С. 34-37. – 122 с. – ISBN 978-5-00236-086-4. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_55166876_82319924.pdf (дата обращения: 23.04.2024).