

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«ЮЖНО-УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
(НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ)»

На правах рукописи



Стерхов Александр Викторович

**СТРАТЕГИЧЕСКОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ
НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО КОМПЛЕКСА
НА ОСНОВЕ МОДЕЛИРОВАНИЯ РЕЗУЛЬТАТА
СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

Специальность 5.2.3 – «Региональная и отраслевая экономика
(экономика промышленности)»

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
доктор экономических наук, доцент
Просвирина Ирина Игоревна

Челябинск 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ СТРАТЕГИЙ РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ В ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКЕ	
1.1. Стратегические задачи развития электроэнергетической отрасли и особенности стратегического планирования на предприятиях электроэнергетики. Понятие электроэнергетического комплекса.....	14
1.2. Слияния и поглощения как стратегии развития бизнеса. Современные тенденции и роль сделок слияний и поглощений в развитии электроэнергетики.....	30
1.3. Закономерности развития предприятий электроэнергетического комплекса на основе интеграции и диверсификации. Типология стратегий, осуществляемых в форме слияний и поглощений.....	55
ГЛАВА 2. МОДЕЛИРОВАНИЕ ПАРАМЕТРОВ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАТЕГИЧЕСКОМ ПЛАНИРОВАНИИ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО КОМПЛЕКСА	
2.1. Методика расчета результата сделки слияния и поглощения в целях принятия решений о выборе стратегии развития предприятия	72
2.2. Выбор и обоснование системы факторов, влияющих на решения о выборе сделок слияний и поглощений. Подходы к моделированию факторов влияния внешней среды.....	87
2.3. Прогнозирование вероятности успешного завершения сделок слияний и поглощений как инструмент стратегического планирования	112
ГЛАВА 3. МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К СТРАТЕГИЧЕСКОМУ ПЛАНИРОВАНИЮ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО КОМПЛЕКСА НА ОСНОВЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ	
3.1. Методическое обеспечение процесса стратегического планирования на основе моделирования результатов сделки.....	128
3.2. Стратегии слияний и поглощений и решение стратегической задачи обновления основных фондов в электроэнергетике.....	142
3.3. Апробация методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетики на основе осуществления сделок слияний и поглощений.....	152
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	166
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	172
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	198

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность работы. Системное значение электроэнергетики для развития российской экономики подчеркивается рядом документов, в том числе Энергетической стратегией Российской Федерации на период до 2035 года, Доктриной энергетической безопасности Российской Федерации и другими. В центре задач стратегического уровня, обозначенных этими документами, – необходимость повышения эффективности топливно-энергетического комплекса страны. В то же время, стратегическое планирование на отдельных предприятиях осуществляется исходя из экономических интересов их собственников. Вопрос соответствия этих стратегий национальным интересам является одним из основных при выборе стратегий развития отдельных предприятий электроэнергетической отрасли. Следовательно, выявление закономерностей стратегического выбора на предприятиях, обоснование стратегий развития, на основе которых можно выполнить общегосударственные задачи развития отрасли, следует считать актуальной научной и практической задачей.

Особенности современного этапа развития российской электроэнергетики во многом связаны с последствиями реформирования отрасли в 2007–2010 гг., прежде всего появлением большого числа самостоятельных экономических субъектов. Анализ направлений развития этих субъектов в реформенный и послереформенный периоды показывает, что увеличивается количество сделок слияний и поглощений, в которых хотя бы одной из сторон является предприятие электроэнергетической отрасли. Тенденции роста числа сделок слияний и поглощений с участием предприятий электроэнергетики характерны и для мира в целом. Возникают вопросы о том, насколько слияния и поглощения отвечают стратегическим задачам развития отрасли, что влияет на принятие решения об использовании слияний и поглощений как инструмента стратегического планирования, как обеспечить правильный стратегический выбор в процессе стратегического планирования на предприятии. Для ответа на эти вопросы необходима разработка инстру-

ментария стратегического планирования для предприятий электроэнергетики, отвечающего современным задачам развития отрасли и учитывающего ее фундаментальные особенности, обосновывающего выбор стратегий с использованием слияний и поглощений.

Актуальность настоящего исследования обусловлена также тем, что в период высоких внешних рисков в практике стратегического планирования и соответствующих моделях необходим учет количественного влияния факторов внешней среды, в том числе экономических, политических, социальных. В имеющихся исследованиях такое влияние на параметры сделок слияний и поглощений в электроэнергетике не измерялось; в настоящем исследовании этот пробел восполняется.

Степень научной разработанности проблемы.

Теоретической основой работы послужили фундаментальные исследования большого спектра инструментов стратегического планирования, авторами которых являются Д. Аакер, Б. Альстренд, И. Ансофф, Дж. Бишоп, С. Брэгг, П. Гохан, Р. Грант, А. Дамодаран, Д. Депаμφилис, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Лэмпел, Г. Минцберг, А. Лажу, Дж. Муррин, М. Портер, Дж. Рош, Р. Стенли, Ф. Эванс и др.

Вопросы стратегического управления на промышленных предприятиях, в том числе предприятиях электроэнергетики разрабатывались в трудах Л.Д. Гительмана, А.П. Дзюбы, И.П. Довбий, А.Д. Домникова, А.М. Елохова, М.В. Кожевникова, И.Г. Кукукиной, В.В. Криворотова, Ю.Б. Ключева, В.И. Колибабы, А.А. Морозовой, В.Г. Мохова, О.А. Пятаевой, Б.Е. Ратникова, И.Н. Рыковой, И.А. Соловьевой, Д.Ю. Табурова, А.С. Тарасовой, М.Б. Ходоровского, Ю.П. Ямпольского и других авторов.

Тенденции и закономерности функционирования рынка слияний и поглощений рассмотрены в трудах таких зарубежных исследователей, как Б. Айбар, Д. Ангвин, О. Бертран, А. Бонайме, А. Грегориу, Л. Капрон, Д. Кротти, М. Родес-Хорф, Р. Нельсон, Ф. Тао, А. Тюний, Дж. Халемблиан, А. Харабарти, Дж. Харфорд,

И. Эрел, Х. Янг и других.

Среди отечественных ученых, исследовавших процессы слияний и поглощений, отметим работы А.С. Алеканова, С.А. Григорьевой, Ю.А. Дуболазовой, Д.А. Ендовицкого, И.В. Ивашковской, М.Г. Ионцева, А.Д. Красовицкого, Д. Лузиной, Н.Н. Маричевой, М. Мартыновой, В.Б. Михальчука, Р. Морковина, В.В. Назаровой, А.В. Плотникова, И.И. Родионова, И.М. Партина, С.В. Пупенцовой, Е.М. Роговой, И.В. Скворцовой, Е.В. Чирковой и других.

Несмотря на значительное количество исследований, посвященных разработке инструментария стратегического планирования в целом и, в частности, в отношении сделок слияний и поглощений, практически отсутствуют работы, в которых этот вопрос рассматривается с учетом специфики предприятий электроэнергетики. В связи с этим разработка инструментария для выбора стратегии развития предприятия электроэнергетики с использованием сделок слияний и поглощений представляет собой актуальную научную и практическую задачу. Диссертационное исследование нацелено на устранение данного методологического пробела.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель диссертационной работы – теоретико-методическое обеспечение подходов к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса на основе моделирования результата сделок слияний и поглощений.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих **задач**.

1) выявить особенности стратегического планирования на предприятиях электроэнергетического комплекса, вытекающие из фундаментальных характеристик отрасли, представить закономерности их стратегического взаимодействия с другими предприятиями на основе разработки типологии стратегий, реализуемых в виде слияний и поглощений.

2) сформировать систему результирующих и факторных показателей и построить модель, описывающую процесс стратегического выбора направлений развития предприятий электроэнергетического комплекса.

3) разработать методику выбора стратегии развития и алгоритм применения результатов моделирования для прогнозирования результата сделки слияния и поглощения, посредством которой реализуется стратегия.

4) апробировать авторский инструментарий на примере конкретных сделок, разработать показатели для оценки влияния стратегий, основанных на сделках слияний и поглощений, на тенденции развития электроэнергетической отрасли.

Объект исследования – предприятия российского электроэнергетического комплекса, применяющие и планирующие использовать сделки слияний и поглощений в качестве инструмента стратегического планирования.

Предмет исследования – организационно-экономические отношения, возникающие в процессе разработки и реализации стратегических решений на предприятиях электроэнергетического комплекса с использованием сделок слияний и поглощений.

Теоретической и методической основой исследования послужили труды ведущих отечественных и зарубежных ученых в области экономики электроэнергетической отрасли, стратегического планирования, анализа сделок слияний и поглощений. При выполнении исследования использовались методы формализации, системного анализа, группировки и классификации данных, статистического анализа, экономико-математического моделирования. Анализ эмпирических данных выполнялся при помощи программных пакетов Microsoft Excel, Microsoft Access, R, Advanced Grapher.

При проведении исследования в качестве эмпирических данных использованы нормативно-правовые документы, статистические данные Ежегодника мировой энергетической статистики, Федеральной службы государственной статистики, Министерства экономического развития Российской Федерации, Министерства энергетики РФ, официально раскрываемые данные АО «Системный оператор единой энергетической системы», публикации аудиторских, консалтинговых компаний, международных организаций The Fund for Peace и Swiss Economic Institute, годовые отчеты и официально публикуемая отчетность по РСБУ и

МСФО генерирующих и сбытовых компаний Российской Федерации.

Формирование баз данных, включающих развернутую информацию о сделках слияний и поглощений, выполнялось на основе аналитической информации, предоставляемой Bureau van Dijk Electronic Publishing (Moody's Analytics), Thomson Reuters, бюллетеня «Рынок слияний и поглощений» информационного агентства АК&М, данных агентства «Интерфакс».

Соответствие содержания диссертации заявленной специальности. Работа выполнена в соответствии с пунктами паспорта специальности ВАК 5.2.3 «Региональная и отраслевая экономика (экономика промышленности)»: 2.16 Инструменты внутрифирменного и стратегического планирования на промышленных предприятиях, отраслях и комплексах; 2.2 Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности на предприятиях и в отраслях промышленности; 2.4 Закономерности функционирования и развития отраслей промышленности.

Наиболее существенные результаты работы, обладающие **научной новизной**, состоят в следующем.

1. *Выявлены* особенности стратегического планирования на предприятиях электроэнергетического комплекса, среди которых наличие государственного уровня стратегического планирования и объективно имеющиеся барьеры создания новых производственных мощностей в силу высокого уровня фондо- и капиталоемкости, что приводит к частому использованию стратегий развития, основанных на перераспределении этих мощностей путем реализации сделок слияний и поглощений. *Сформулировано* понятие электроэнергетического комплекса применительно к указанным реалиям развития, выражающимся в необходимости стратегического взаимодействия с экономическими субъектами иных отраслей (подотраслей), вовлеченных в решение стратегических задач развития предприятия инициатора. *Выявлены* закономерности этого взаимодействия, основанные на систематизации типов стратегий с использованием слияний и поглощений. В отличие от имеющихся исследований, все возможные типы стратегий *подтвержде-*

ны результатами экономико-статистического анализа репрезентативного массива данных о сделках слияний и поглощений с участием электроэнергетических предприятий Российской Федерации. *Пункты Паспорта специальности 2.4 Закономерности функционирования и развития отраслей промышленности; 2.16 Инструменты внутрифирменного и стратегического планирования на промышленных предприятиях, отраслях и комплексах.*

2. В целях обоснования выбора направлений стратегического развития предприятий электроэнергетического комплекса *сформирована* система показателей и факторов, определяющих результат сделок слияний и поглощений. *Предложено и обосновано* результатами экономико-статистического анализа использование показателя относительной надбавки к величине скорректированных активов как результирующего показателя, определяющего поведение участников сделок слияний и поглощений. *Разработана и подтверждена* на репрезентативном массиве эмпирических данных модель определения цены сделки. Особенностью авторского подхода является включение в модель широкого круга факторов, включая экономические показатели участников сделки, тип планируемой стратегии в авторской типологии стратегий, совокупность факторов внешней среды (макроэкономических, социальных, политических). На основе полученных зависимостей *выявлены* объективные закономерности принятия стратегических решений в электроэнергетике и их использования для обоснования стратегического выбора направлений развития предприятий электроэнергетики. *Пункты Паспорта специальности 2.4 Закономерности функционирования и развития отраслей промышленности; 2.16 Инструменты внутрифирменного и стратегического планирования на промышленных предприятиях, отраслях и комплексах.*

3. *Предложена* методика выбора стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса, основанная на модели определения цены сделки, а также вероятности ее успешного завершения. В рамках методики *разработан* алгоритм, который позволяет на этапе стратегического планирования отклонить неэффективные сделки и сократить выбор из всех возможных решений для пред-

приятый электроэнергетического комплекса. Этот результат достигается формализацией принятия стратегического решения о приемлемых сделках слияний и поглощений на основе выбора лучших сделок по параметрам цены и вероятности успешного завершения, что сокращает затраты выбора из совокупности возможных стратегий. *Пункт Паспорта специальности 2.16 Инструменты внутрифирменного и стратегического планирования на промышленных предприятиях, отраслях и комплексах.*

4. Разработанные модели *апробированы* на примере реальных сделок слияний и поглощений в электроэнергетике, *подтверждена* корректность моделей и алгоритма их применения в целях стратегического планирования при прогнозировании результатов сделки. В целях оценки влияния стратегий, основанных на слияниях и поглощениях, на эффективность отрасли и достижение стратегических задач ее развития *предложен* показатель относительной интенсивности обновления основных фондов в электроэнергетике, представлена его динамика за длительный период. Выбор показателя обусловлен высоким уровнем изношенности основных фондов как одной из основных стратегических проблем электроэнергетической отрасли. *Установлено*, что усиление интенсивности сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе с определенным временным лагом сопровождается повышением относительной интенсивности обновления основных фондов в электроэнергетике; данный вывод подтвержден также другими показателями, характеризующими эффективность использования основных фондов в электроэнергетике. *Пункт паспорта специальности 2.2 Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности на предприятиях и в отраслях промышленности.*

Достоверность и обоснованность результатов исследования подтверждается применением в работе достижений отечественных и зарубежных ученых в области стратегического планирования, в том числе на предприятиях электроэнергетической отрасли, исследования сделок слияний и поглощений, а также использованием совокупности количественных и качественных методов научного

познания, значительным объемом проанализированной фактической и статистической информации по тематике исследования.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в разработке научно обоснованного теоретико-методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса, обоснованного спецификой отрасли и отличающегося от используемых ранее подходов. Предложенные методики и алгоритмы доведены до уровня конкретных практических рекомендаций и могут быть использованы в процессе стратегического планирования на предприятиях электроэнергетического комплекса для обоснования стратегий развития. Авторская методика отличается использованием двух параметров – цены и вероятности успешного завершения сделки слияния (поглощения). Необходимость оценки вероятности успешного завершения, а также включение в построенные эконометрические модели значительного количества факторных переменных, в числе которых не только совокупность экономических показателей участников сделки, но и внешние факторы (макроэкономические, социальные, политические), вытекает из сложности и длительности сделок слияний и поглощений в электроэнергетике, что отражает фундаментальные характеристики отрасли и ее связь со стратегией развития экономики в целом. Использование авторских методик приводит к адекватным оценкам прогнозируемых параметров сделки (цены и вероятности успешного завершения), что делает инструментарий слияний и поглощений более доступным для большого круга компаний электроэнергетического комплекса.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные положения и результаты диссертационного исследования представлены на XX Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества (Москва, 2019 год), XIV Международной конференции «Российские регионы в фокусе перемен» (Екатеринбург, 2019 год), Международной научной конференции «FarEastCon» (ISCFEC) (Владивосток, 2020 год), XXI Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества

(Москва, 2020 год), IV Международной научной конференции памяти академика А.И. Татаркина «Конкурентоспособность и развитие социально-экономических систем» (Челябинск, 2020 год), XL Всероссийской конференции «Наука и технологии» (Миасс, 2020 год), II Всероссийской научно-практической конференции «Актуальные проблемы социально-экономической статистики и цифровизации экономических расчетов» (Нижний Новгород, 2022 год), 74-й научной конференции «Наука ЮУРГУ» (Челябинск, 2022 год), VI Всероссийской научно-практической конференции «Умные технологии в современном мире» (Челябинск, 2023 год). Результаты диссертационного исследования применяются в учебном процессе ФГАОУ ВО «УрФУ имени первого Президента России Б.Н. Ельцина» при преподавании ряда учебных курсов. Практическое внедрение результатов исследования принято к рассмотрению Филиалом ПАО «Россети Урал» – «Челябэнерго» и ООО «МСК Энерго», что подтверждено соответствующими справками организаций.

Публикации. По теме диссертации опубликовано 15 работ, общим объемом 9,58 п. л., из них авторских 8,16 п. л., в том числе 9 работ в научных журналах, рекомендуемых ВАК РФ для публикации результатов диссертационных исследований, 6 работ в сборниках научных трудов конференций.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы из 188 наименований и 4 приложений. Основной текст работы изложен на 210 страницах печатного текста, включая 48 таблиц и 13 рисунков.

Во введении обосновывается актуальность темы, формулируются цель и задачи, определяются объект и предмет исследования, раскрываются научная новизна и практическая значимость работы.

В первой главе «Теоретико-методологические основы формирования стратегий развития предприятий в электроэнергетике» рассмотрены ключевые аспекты формирования стратегий развития предприятий, связанных с использованием сделок слияний и поглощений. Проведен анализ стратегических документов Пра-

вительства РФ, связанных с развитием электроэнергетики, обоснована значимость стратегического планирования с позиции достижения показателей развития отрасли. На основе имеющихся подходов к понятию промышленного комплекса сформулировано понятие электроэнергетического комплекса, описаны его характерные черты. Сформулировано авторское понимание критериев выделения сделок слияний и поглощений, связанных с реализацией стратегий предприятий электроэнергетического комплекса. Представлена полная типология стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса, основанных на сделках слияний и поглощений, статистическими данными подтверждена распространенность в России всех выделенных типов стратегий.

Во второй главе «Моделирование параметров сделок слияний и поглощений в стратегическом планировании на предприятиях электроэнергетического комплекса» обосновано выделение ключевых метрик, описывающих результат реализации стратегии развития предприятия, связанной с использованием сделок слияний и поглощений, а именно цены сделки и вероятности успешного завершения сделки. Предложена авторская группировка переменных, влияющих на формирование цены сделки и определение вероятности успешного завершения сделки, учитывающая одновременно стратегии предприятий электроэнергетического комплекса и факторы внешней среды. Описаны и подтверждены на эмпирических данных эконометрические модели определения цены сделки на основе величины надбавки к величине скорректированных активов, а также вероятности успешного завершения сделки.

В третьей главе «Методические подходы к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса на основе сделок слияний и поглощений» приведено описание методики и алгоритма разработки и реализации стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса. Показано, что усиление интенсивности сделок слияний и поглощений сопровождается активизацией процесса обновления основных фондов, что соответствует одной из стратегических задач развития отрасли. Приведены результаты апробации мето-

дики на примере реальных сделок слияний и поглощений, осуществленных российскими предприятиями, подтвердившие корректность авторских моделей и алгоритма их применения.

В заключении подведены основные итоги диссертационного исследования, приведены его основные результаты, сформулированы ключевые выводы.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ СТРАТЕГИЙ РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ В ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКЕ

1.1. Стратегические задачи развития электроэнергетической отрасли и особенности стратегического планирования на предприятиях электроэнергетики. Понятие электроэнергетического комплекса

Электроэнергетика является одной из ключевых отраслей экономики Российской Федерации, на долю которой приходится 2,1 % ВВП (по состоянию на 2022г., в рыночных ценах) [87, с. 96]. Доля топливно-энергетического комплекса в ВВП оценивается Минэнерго РФ на уровне в 27,1 % [67], при этом топливно-энергетический комплекс является основным источником доходов бюджетов Российской Федерации [12].

Электроэнергетика как отрасль экономики, согласно ФЗ «Об электроэнергетике» включает в себя предприятия по производству электроэнергии (в том числе в режиме одновременного производства электрической и тепловой энергии), передаче и сбыту электроэнергии, а также оперативно-диспетчерскому управлению [7]. Таким образом, в состав отрасли включены производство электроэнергии и теплоэнергии, а также их передача и сбыт.

Роль государства в регулировании базовых отраслей промышленности, к числу которых относится электроэнергетика, может быть подтверждена с позиции теории длинных волн инновационного развития: характерным для шестого цикла (волны), продолжающейся в настоящее время, является переход к принципиально новым видам промышленного производства, в том числе в электроэнергетике. Новые виды продукции основаны на достижениях фундаментальной науки. Функции государства в рамках шестого цикла инновационного развития предполагают формулировку приоритетов социально-экономического развития, поддержку рыночных регуляторов, а также создание государственных корпораций

для обеспечения прорывного развития [51, с. 22–33]. В связи с этим целесообразно обозначить роль государства в обеспечении развития электроэнергетики.

Правительство РФ уделяет стратегиям развития электроэнергетической отрасли большое внимание. В настоящее время развитие электроэнергетики Российской Федерации регулируется следующими основными документами:

1) Федеральный закон от 26.03.2003 № 35-ФЗ (ред. от 02.11.2023) «Об электроэнергетике» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.02.2024) [7];

2) Распоряжение Правительства РФ от 09.06.2020 № 1523-р (ред. от 25.12.2023) «Об утверждении Энергетической стратегии Российской Федерации на период до 2035 года» [12];

3) Постановление Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 321 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Развитие энергетики» [11];

4) Указ Президента РФ от 13.05.2019 № 216 «Об утверждении Доктрины энергетической безопасности Российской Федерации» [10].

В указанных документах обозначен ряд стратегических задач, решение которых способно обеспечить модернизационный рывок развития отрасли:

1) структурная диверсификация;

2) цифровая интеллектуализация отраслей топливно-энергетического комплекса;

3) оптимизация пространственного размещения энергетической инфраструктуры;

4) уменьшение негативного воздействия на окружающую среду [12].

В перечне проблем, указанных в данных документах, в целях настоящего исследования необходимо выделить следующие:

1) «высокий уровень износа основных производственных фондов..., недостаточные темпы обновления этих фондов» [10];

2) «дефицит инвестиционных ресурсов..., ограничения возможности привлечения... долгосрочного финансирования» [12];

3) «высокая неопределенность... внешних условий и факторов, влияющих на развитие энергетики» [12], что может приводить к принятию «неверных долгосрочных инвестиционных решений» [10];

4) необходимость повышения уровня энергетической безопасности в связи «резким обострением военно-политической обстановки...» [10].

Рядом ученых выдвигается положение о необходимости введения понятия технологического суверенитета как одного из компонентов государственного суверенитета, достижение которого является необходимым условием реализации, в частности принципов энергетической безопасности [98, с. 331–332].

Таким образом, предприятия электроэнергетической отрасли Российской Федерации в настоящее время испытывают комплекс проблем внутреннего и внешнего характера, преодолеть которые возможно только путем совершенствования процессов стратегического управления. Для решения указанных проблем в Доктрине энергетической безопасности России перед отраслью поставлены следующие задачи:

- 1) обеспечение энергетической безопасности страны в целом;
- 2) развитие конкуренции внутри электроэнергетики;
- 3) рациональное природопользование, переход к экологически чистой и ресурсосберегающей энергетике;
- 4) повышение эффективности всех уровней управления в топливно-энергетическом комплексе [12].

В рамках четвертой группы задач, определенной нормативными документами Российской Федерации, можно выделить следующие основные мероприятия [10]:

- 1) повышение уровня инвестиционной активности в отраслях электроэнергетики, рост объема инвестиций в основной капитал [11];
- 2) участие государства в «инвестиционной деятельности в сфере энергетики»;

3) «проведение комплексной модернизации и оптимизации основных производственных фондов организаций...».

Таким образом, стоящие перед отраслью проблемы носят стратегический характер. В связи с этим, актуальным становится совершенствование стратегического планирования на предприятиях, которое должно быть направлено на решение проблем стимулирования инвестиционной активности и обновления основных фондов отрасли. Решение данных задач может иметь положительные последствия также и с точки зрения устойчивого развития предприятий [85, с. 79].

В рамках «Энергетической стратегии Российской Федерации на период до 2035 года» для оценки роста эффективности стратегического управления в электроэнергетике используется индекс физического объема инвестиций в основной капитал для предприятий, принадлежащих к отрасли «Обеспечение электрической энергией, газом и паром» (увеличение в 1,4 раза к 2030г. по отношению к 2020г. [11] или рост в 1,8–2 раза к 2035г. по отношению к 2018г. [12]). Это соотносится с необходимостью роста реального объема инвестиций в основной капитал не менее, чем в 1,7 раза к 2030г. по отношению к 2020г., установленной в качестве одной из национальных целей Российской Федерации [9]. Таким образом, обновление основных фондов рассматривается как основной критерий эффективности стратегического управления в электроэнергетике.

В связи с перечисленными объективно существующими проблемами развития энергетики возникает потребность в создании механизма стратегического управления развитием организаций электроэнергетики как одной из системообразующих отраслей экономики. Первым шагом к разработке методических подходов к стратегическому планированию в электроэнергетике является выявление специфики отрасли, которая будет влиять на выбор инструментария стратегического планирования.

Автором проанализированы производственные, экономические и управленческие аспекты функционирования отрасли. В целях настоящего исследования

выделены следующие специфические черты электроэнергетической отрасли, отражающие ее фундаментальные характеристики:

1) в состав отрасли включаются предприятия, производящие существенно отличающиеся виды производимой продукции. В частности, электроэнергия, теплоэнергия, услуги по их передаче, услуги по оперативно-диспетчерскому управлению;

2) наличие в составе отрасли различных типов рынков (конкурентный и монопольный сегменты). Разделение функций генерации электроэнергии, транспортировки и сбыта связано с процессом реформирования РАО «ЕЭС России» [71];

3) в отрасли функционирует значительное количество предприятий, находящихся под контролем государства;

4) отрасль характеризуется существенным объемом основных фондов. В силу технологических причин значительную часть этих фондов невозможно сократить даже в долгосрочном периоде, что приводит к наличию значительного объема неиспользованных мощностей;

5) увеличение объема основных фондов затруднено в связи с технологическими и инфраструктурными ограничениями (например, в топливной и гидрогенерации);

6) основные фонды, как правило, принадлежат предприятиям на праве собственности. Аренда и лизинг не характерны для электроэнергетики;

7) при разработке направлений стратегического развития предприятий, в том числе находящихся в частной собственности, необходимо учитывать задачи стратегического развития всей отрасли, установленные Правительством РФ.

Стратегическое планирование, необходимость совершенствования которого предопределена целями развития отрасли, является сложным, многоэтапным процессом, учитывающим интересы большого числа сторон. С точки зрения государственного управления, процесс стратегического планирования учитывает действия по «целеполаганию, прогнозированию, планированию и программированию» [5]. Представляется, что и процесс стратегического планирования на пред-

приятиях должен включать в себя этапы постановки целей и оценки результата стратегического планирования с применением однозначных, последовательных инструкций.

Далее в настоящем разделе представлены основные положения, отражающие различные аспекты процесса стратегического планирования на предприятиях с учетом специфики электроэнергетики как объекта исследования, что, в свою очередь, определяет необходимые требования к его предмету.

В общем смысле стратегии развития предприятий, реализуемые в процессе стратегического планирования, можно разделить на следующие группы:

- 1) стратегии развития фирмы «изнутри» (органического роста);
- 2) стратегии с использованием слияний и поглощений [21, с. 75].

Специфика электроэнергетики состоит в длительных сроках строительства мощностей для генерации и транспортировки электроэнергии и, зачастую, невозможностью строительства новых мощностей на определенных территориях по причине инфраструктурных, экологических или иных ограничений, поэтому особую роль приобретает возможность реализации стратегии посредством проведения сделок слияний и поглощений в противовес стратегиям органического роста. Для предприятий генерации на основе возобновляемых источников энергии на текущем этапе более значимыми являются стратегии органического роста, для традиционных видов генерации – стратегии слияний и поглощений. По мнению И.П. Довбий, сохраняется важность интеграции производственных процессов промышленных предприятий, характерная для индустрии 4.0 [53, с. 122], что обуславливает применимость стратегий вертикальной и горизонтальной интеграции в передовых отраслях электроэнергетики.

Итак, условия производственной деятельности в современной электроэнергетике характеризуются нарастанием неопределенности, вызванной совокупностью экономических, политических, социальных и культурных факторов. Правильно выбранная стратегия развития организации является необходимым условием развития отрасли в целом.

Стратегии развития предприятий, основанные на принципах органического роста или сделках слияний и поглощений, могут иметь форму интеграции или диверсификации. Предполагаем, что для реализации стратегий развития в виде диверсификации круг исследуемых предприятий требует расширения за счет учета возможности приобретения предприятий других отраслей или продажи электро-энергетических активов предприятиям других отраслей. Следовательно, далее необходимо определить границы объекта исследования.

Нормативные документы, устанавливающие цели развития отрасли, оперируют понятиями «энергетика» и «топливно-энергетический комплекс». В состав топливно-энергетического комплекса включается нефтяная, газовая, угольная и торфяная отрасли, электроэнергетика и теплоснабжения [11]. Топливо-энергетический комплекс является одним из промышленных комплексов экономики страны. Представляется необходимым обосновать понятие электроэнергетического комплекса как одного из промышленных комплексов, который включает в себя всю совокупность экономических субъектов, включенных в процесс стратегического планирования, связанных с предприятиями электроэнергетики.

Более общим к понятию «электроэнергетический комплекс» является понятие «промышленный комплекс», поэтому для характеристики электроэнергетического комплекса обратимся к понятию промышленного комплекса. В современной науке не существует общепринятых определений промышленного комплекса.

Большой толковый словарь русского языка содержит определения понятия «комплекс» как «совокупности связанных друг с другом отраслей народного хозяйства или предприятий различных отраслей» [76]. Также в данном словаре даются следующие примеры словоупотребления термина «комплекс»: территориально-промышленный комплекс, агропромышленный комплекс, топливно-энергетический комплекс, народнохозяйственный комплекс. Данное определение позволяет указать на такую характеристику комплекса как его системность, то есть наличие совокупности элементов, имеющих определенные взаимосвязи. В этом смысле понятие промышленного комплекса имеет много общего с общена-

учным понятием системы. Кроме того, Большой толковый словарь русского языка определяет систему как «Совокупность хозяйственных единиц, учреждений и т.п., объединённых организационно» [76]. Данное определение также подчеркивает системность, наличие определенных взаимосвязей элементов внутри комплекса.

Е.Н. Евдокимова указывает, что такие понятия как «региональный промышленный комплекс», «промышленный комплекс региона», «промышленный комплекс» часто используются в литературе, но не имеют точного определения [55, с. 75]. Это подтверждается рядом исследований, в которых авторы обращаются к различным проблемам функционирования промышленных комплексов, не предлагая собственного определения и не опираясь на какие-либо имеющиеся определения. В частности, в подобном контексте рассматривают промышленные комплексы Г.В. Губин, Р.М. Третьяков, А.В. Артемьев [44].

В рамках настоящего диссертационного исследования электроэнергетический комплекс рассматривается в связи с промышленным комплексом, общепризнанное определение которого в литературе отсутствует. В законодательстве используется понятие оборонно-промышленного комплекса. В частности, Федеральный закон № 488-ФЗ от 31.12.2004 г. определяет интегрированную структуру оборонно-промышленного комплекса как «объединение ведущих совместную деятельность юридических лиц, которое не является юридическим лицом, создается в соответствии с решениями Президента Российской Федерации или Правительства Российской Федерации и в котором одно юридическое лицо имеет возможность определять решения, принимаемые остальными юридическими лицами» [4]. Из этого можно сделать вывод, что интегрированной структурой можно назвать такую форму совместной деятельности юридических лиц, при которой они являются самостоятельными юридическими лицами, но одно из них способно контролировать решения других юридических лиц. Данная характеристика взаимодействия юридических лиц часто является результатом сделок слияний и поглощений, в которых покупается часть активов компании (равная или менее 100 процентам) и покупатель приобретает фактический контроль над другой компанией.

Е.Н. Евдокимова определяет промышленный комплекс как «совокупность экономически взаимосвязанных промышленных предприятий». Данное определение не содержит понимания того, каким образом экономически взаимосвязаны промышленные предприятия, входящие в промышленный комплекс. Кроме того, данный автор указывает, что предприятия внутри регионального промышленного комплекса могут входить в различного рода интегрированные структуры, к числу которых отнесены холдинги, корпорации, консорциумы и др. [54].

Определение регионального промышленного комплекса, данное Е.Н. Евдокимовой, во многом уточняет понятие промышленного комплекса. Региональный промышленный комплекс определяется данным автором как «сложная система социо-эколого-экономической природы, состоящая из множества предприятий, осуществляющих функции по производству различных видов промышленной продукции» [54]. Это определение подчеркивает наличие не только собственно экономических, но и социальных и экологических связей внутри предприятий регионального промышленного комплекса. Данный подход будет уточнен в дальнейшем применительно к понятию промышленного комплекса, которое используется в настоящем диссертационном исследовании.

Близкими по смыслу понятиями, используемыми являются также кластер и индустриальный парк [33]. Понятие промышленного кластера, по мнению А.Г. Боева, включает в себя совокупность субъектов деятельности в сфере промышленности, связанных отношениями в указанной сфере вследствие территориальной близости и функциональной зависимости и размещенных на территории одного или нескольких субъектов РФ [33]. В данном определении не конкретизируется, какими именно отношениями связаны субъекты, но в неявном виде подчеркивается включенность предприятий в единые производственные цепочки. Понятие промышленного кластера представляется не применимым для использования в целях настоящего исследования, поскольку в области электроэнергетики в результате совершения сделок слияний и поглощений зачастую формируются интегрированные компании, не имеющие общих производственных или сбытовых

цепочек (например, как результат использования стратегии несвязанной диверсификации). Выделяемые А.Г. Боевым понятия индустриального парка и промышленного парка нецелесообразно использовать в настоящем исследовании, поскольку понятие индустриального парка предполагает координацию со стороны управляющей компании [33].

Следует разграничивать понятие промышленного комплекса и понятие холдинга. Исследованию холдингов посвящено множество работ, в частности исследования Т.Ф. Артикова [23], С.В. Березнева [27], И.И. Брянцева [35], М.Е. Глущенко [39], А.Д. Ерина [59, с. 60–64], А.А. Забоева [61], Л.Ю. Ревинской [104], И.В. Филимоновой [133, с. 76–88], Р.В. Чикулаева [135] и др. Большинство авторов при трактовке понятия холдинга опираются на законодательные категории.

И.В. Филимонова определяет холдинг как «форму предпринимательского объединения, ... представляющую собой группу лиц, в отношении которой холдинговая организация... имеет возможность управлять другими участниками холдинга путем определения принимаемых ими решений» [133, с. 86]. Таким образом, понятие холдинга существенно уже по сравнению с предлагаемым автором настоящего диссертационного исследования определением промышленного комплекса, поскольку внутри холдинга определены существенные ограничения на отношения контроля. Отношения дочерности как ключевую характеристику холдинга подчеркивают А.Д. Ерин [59, с. 61] и В.С. Богочаров [32].

Понятие холдинговой компании, по мнению С.В. Березнева [27], сводится к головной компании внутри холдинга. Проблемы классификации холдингов исследуют Т.Ф. Артиков [23] и М.Е. Глущенко [39]. Предлагаемые классификации, по мнению автора настоящего диссертационного исследования, в отдельных случаях приводят к размыванию понятия холдинга, позволяя включать в его состав и те предприятия, которые не связаны отношениями контроля и(ли) дочерности.

В правовом поле также используются понятия «группа лиц», «финансово-промышленная группа», «группа компаний» [62; 37]. Касательно данных понятий

авторы также подчеркивают отношения зависимости как главенствующие, характеризующие данные термины. Данные понятия слишком широки и неопределены для использования в целях настоящего исследования.

Некоторые авторы выделяют также понятие инфраструктурного комплекса. Понятие инфраструктурного комплекса, по мнению М.Э. Артемьевой [22], включает только обслуживающие отрасли. Н.А. Малиновская [80, с. 85] перечисляет следующие основные элементы инфраструктурного комплекса: торговো-посредническая, информационно-коммуникационная, производственная, финансово-кредитная, экономико-правовая инфраструктура. Г.М. Харисова [134, с. 2] указывает на следующие характерные черты инфраструктурного комплекса: возникновение существенных положительных внешних эффектов, производство продукции с характеристиками общественных благ, низкие предельные и высокие фиксированные издержки.

Таким образом, можно утверждать, что в литературе, посвященной исследованию структуры экономики, не рассматривается совокупность предприятий, которые могут быть связаны общностью процессов стратегического планирования. В этой связи автором предложено ввести понятие электроэнергетического комплекса. Электроэнергетический комплекс по своим характеристикам шире, чем инфраструктурный комплекс, хотя и включает в себя определенные элементы инфраструктурного комплекса (прежде всего, производственную инфраструктуру). Роль электроэнергетики не ограничивается обслуживанием других отраслей народного хозяйства, напротив, увеличение производства электроэнергии может давать толчок к развитию остальных отраслей. Следовательно, более обоснованным, на наш взгляд, является описание электроэнергетического комплекса как промышленного, а не инфраструктурного комплекса. В таблице А.1 (приложение А) систематизированы определения промышленного комплекса и связанных с ним понятий.

Таким образом, приходим к выводу, что в литературе не предлагается определение объекта исследования, отвечающего задачам стратегического развития

предприятий электроэнергетики. Для целей исследования стратегий, характерных для предприятий в сфере электроэнергетики, наиболее подходящим является понятие электроэнергетического комплекса.

Определение электроэнергетического комплекса, по мнению автора, должно отвечать следующим требованиям:

1) включать в себя более широкий круг субъектов, чем электроэнергетическая отрасль, поскольку сделки слияния и поглощения в рамках комплекса включают в себя более широкий круг участников, чем только предприятия электроэнергетики;

2) учитывать определяющую роль предприятий электроэнергетики при разработке стратегий развития бизнеса, а также разработку собственных стратегий развития предприятиями, не принадлежащими к электроэнергетике;

3) учитывать роль энергогенерирующего, энергораспределительного и энергопотребляющего комплекса как составляющих идеальной модели региональной энергетики Л.Д. Гительмана и М.В. Кожевникова [38, с. 851], которую можно перенести и на более крупные энергетические комплексы;

4) принимать во внимание характер рыночных отношений (конкурентные или монопольные), возникающие при продаже товаров (услуг), и пространственные характеристики отрасли;

5) разграничивать отношения собственности (обязательные для промышленного холдинга) и контроля (определяющие промышленный комплекс).

На основе сопоставления приведенных определений для целей диссертационного исследования предложено следующее определение.

Энергоэнергетический комплекс (авторский подход) – совокупность самостоятельных экономических субъектов, принадлежащих к электроэнергетике, теплоэнергетике и их подотраслям, а также предприятий связанных с ними задачами стратегического развития отраслей, функционирующих как целостная структура на основе складывающихся экономических взаимосвязей и интересов и

нацеленная на эффективное решение задач развития российской электроэнергетической отрасли [121, с. 541–546].

В отличие от определений иных структур, в авторском определении подчеркивается функционирование электроэнергетического комплекса на основе единой стратегии развития, определяемой задачами развития электроэнергетики как стратегической отрасли российской промышленности.

Структура электроэнергетического комплекса, предлагаемая автором диссертационного исследования, может быть представлена следующими элементами (рисунок 1):

1) предприятия по производству электроэнергии и теплоэнергии, электрические сети, тепловые сети и коммунальное хозяйство как субъекты стратегического планирования в электроэнергетическом комплексе;

2) связанные с электроэнергетикой задачи стратегического развития отрасли: топливоснабжающая система [75, с. 9], отрасли строительства, предприятия финансового сектора и прочих отраслей, реализующие стратегии совместно с предприятиями энергетики (периферия электроэнергетического комплекса).



Рисунок 1 – Структура электроэнергетического комплекса (авт. [121])

Предприятия по производству и распределению электроэнергии, газа и воды являются основой (ядром) электроэнергетического комплекса и показаны на предлагаемой схеме внутри овала, отражающего границы ядра. В свою очередь, их можно разделить на следующие группы:

1) производство электроэнергии и теплоэнергии, совместный анализ которых обуславливается тем, что и теплоэнергия, и электроэнергия являются продукцией со схожими характеристиками с точки зрения рынков, на которых они продаются. Можно утверждать, что результатом реформирования РАО «ЕЭС России» стало формирование оптового и розничного рынка электроэнергии и мощности, на которых действуют конкурентные цены на электроэнергию [50, с. 142–143]. Возобновляемые виды генерации не выделены в самостоятельный элемент ядра по причине их недостаточного развития в Российской Федерации [12], что подтверждается эмпирическими данными: доля ветровой и солнечной генерации в структуре установленной мощности электростанций ЕЭС России на 2022 год составляет 1,63 % [52, с. 33]. Развитие процессов переработки твердых бытовых отходов в электроэнергию, реализуемое в странах Европейского Союза с участием государства [132], но не получившее достаточного распространения в России, также не позволяет выделить данный вид генерации в самостоятельный элемент ядра;

2) электрические сети, включая оперативно-диспетчерское управление в электроэнергетике, спецификой которых является монопольный характер оказываемых услуг;

3) тепловые сети и коммунальное хозяйство, для которых также характерен монопольный характер оказываемых услуг.

Отношения, возникающие в процессе стратегического планирования между предприятиями, обозначены стрелками. Специфика отношений между предприятиями по производству и распределению электроэнергии, газа и воды состоит в возможности взаимодействия предприятий, принадлежащих к любой из трех групп внутри ядра, в ходе осуществления стратегического планирования, реали-

зуемого с использованием сделок слияний и поглощений. Кроме того, возможно и взаимодействие между предприятиями внутри указанных групп предприятий ядра. При этом отношения между предприятиями по производству электроэнергии и теплоэнергии и предприятиями, деятельность которых связана обслуживанием электрических сетей, являются отношениями интеграции «вперед» и «назад». Принадлежность предприятий к различным группам или к одной группе предопределяет характер реализуемой стратегии.

Предприятия связанных отраслей (периферии), вступающие во взаимодействие с предприятиями ядра в процессе стратегического планирования, включают в себя следующие группы:

1) топливоснабжающая система, предприятия которой выполняют задачу снабжения предприятий энергетики ресурсами;

2) отрасли строительства, связанные с энергетикой (прежде всего, строительство электростанций и линий электропередачи);

3) предприятия финансового сектора, выполняющие задачу снабжения предприятий энергетики ресурсами для реализации инвестиционных проектов;

4) предприятия прочих отраслей экономики, вступающие во взаимодействие с предприятиями энергетики в процессе стратегического планирования, реализуемого с использованием сделок слияний и поглощений, которые являются энергопотребляющим комплексом.

Стратегическое взаимодействие в ходе разработки и реализации стратегий, реализуемых с помощью сделок слияний и поглощений, может возникать между предприятиями ядра и периферии, при этом инициатором сделки может выступать как предприятие ядра, так и предприятие периферии. Взаимодействия между предприятиями периферии в рамках стратегического планирования не являются предметом настоящего диссертационного исследования.

На основе определения сформулированы следующие характерные черты электроэнергетического комплекса:

1) основной электроэнергетического комплекса являются предприятия, относящиеся к секторам генерации, распределения электроэнергии, распределения природного газа, тепловых сетей и коммунального хозяйства (ядро); эти предприятия в ряде случаев могут диктовать свою стратегию другим участникам электроэнергетического комплекса, выступая инициаторами сделок слияний и поглощений;

2) в состав предприятий связанных отраслей (периферии) электроэнергетического комплекса входят: топливоснабжающая система, связанные с энергетикой отрасли строительства, предприятия финансового сектора и прочих отраслей, реализующие свои стратегии совместно с предприятиями энергетики;

3) предприятия связанных отраслей, вступая во взаимодействие с предприятиями энергетики в процессе стратегического планирования, могут выступать как инициаторами, так и как объектами сделок слияний и поглощений;

4) в зависимости от характера взаимодействия предприятий в ходе реализации сделок слияний и поглощений отношения между предприятиями могут быть описаны как интеграция или диверсификация;

5) в отличие от холдинга, для электроэнергетического комплекса необязательны отношения собственности, но обязательны общие экономические интересы предприятий.

Проведенный анализ позволяет прийти к выводу, что на текущий момент не существует устоявшегося понятия электроэнергетического комплекса. Предложенное автором на основе анализа подходов к определению промышленного комплекса определение электроэнергетического комплекса позволяет, с одной стороны, учесть всю совокупность участников стратегического процесса, а также многообразие возникающих между ними связей, не обязательно оформленных в виде отношений собственности. Существенным критерием определения границ электроэнергетического комплекса является зависимость предприятий на основе реализуемой ими стратегии развития.

Предложенное понятие электроэнергетического комплекса будет в дальнейшем использовано для целей систематизации типов стратегий, потенциально возможных при реализации задач стратегического развития.

1.2. Слияния и поглощения как стратегии развития бизнеса. Современные тенденции и роль сделок слияний и поглощений в развитии электроэнергетики

Как показано в §1.1., проблемы и задачи развития электроэнергетики РФ носят стратегический характер и реализуются путем принятия решений на основе стратегического анализа и планирования. Стратегические решения о направлениях развития бизнеса могут реализовываться путем органического роста или посредством сделок слияний и поглощений. Для предприятий электроэнергетического комплекса характерна высокая фондоемкость и, зачастую, неполное использование производственных мощностей, что объясняется колебаниями спроса на электроэнергию во времени и невозможностью хранения электроэнергии. В связи с этим, стратегии органического роста не являются актуальными для значительной части предприятий электроэнергетической отрасли. Таким образом, сделки слияний и поглощений являются важным инструментом реализации стратегии расширения бизнеса, способным влиять на результаты деятельности не только отдельных предприятий, но и отрасли в целом. Необходимость выявления основных тенденций сделок слияний и поглощений, в том числе на современном этапе развития электроэнергетики Российской Федерации, обусловлена обоснованием значимости данного инструмента при реализации стратегий развития предприятий. В свою очередь, для обоснования роли сделок слияний и поглощений, требуется уточнить понимание экономико-правовых категорий, связанных с реализацией сделок слияний и поглощений.

С целью понимания юридической и экономической сущности сделок слияний и поглощений как формы развития бизнеса обратимся к трактовке основных

понятий, относящихся к данной сфере. Согласно Гражданскому Кодексу Российской Федерации, более общим термином является «реорганизация юридического лица» [1]. Действующим законодательством выделены такие формы реорганизации юридических лиц как слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование. Критерии дифференциации данных форм реорганизации юридических лиц основаны на признаках правопреемственности. Данный подход позволяет выделить специфику слияния на законодательном уровне, выражающуюся в переходе прав и обязанностей к вновь созданному юридическому лицу [1]. Вместе с тем отметим, что данные определения не позволяют выявить экономическую специфику слияний и поглощений как стратегий развития бизнеса. Следовательно, термин «реорганизация юридического лица» не может быть применимым при анализе стратегий компаний.

Определение слияния, приведенное в Гражданском Кодексе РФ, предусматривающее переход всех прав и обязанностей к вновь созданному юридическому лицу прямо противоречит принятому в международной практике подходу, в котором слияние предполагает передачу прав и обязанностей от одной компании к другой [106, с. 23; 41, с. 21]. Слияние при таком подходе – это юридическая процедура, предполагающая объединение компаний после поглощения активов. В свою очередь под поглощением понимается процесс передачи собственности [106, с. 24]. В этом смысле термин «поглощение» является более узким по сравнению с термином «слияние» [113, с. 7].

Термин «поглощение» в действующем российском законодательстве определен в Указе Президента РФ «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» [8]. Данный документ подписан в 1992 году, но по-прежнему сохраняет свою юридическую силу. В качестве участников сделок слияний данный документ называет холдинговые компании (в зарубежной практике используется термин *acquirer company*) и дочерние предприятия (в зарубежной практике используется термин *target company*).

Поглощением называется приобретение холдинговой компанией контрольного пакета акций дочерней компании [8]. В данном контексте нельзя согласиться с мнением А.Е. Молотникова [83, с. 11], отмечающего, что понятие поглощения не имеет юридической трактовки с точки зрения российского права. Понятие контрольного пакета акций требует отдельного анализа, на данном этапе можно указать, что контрольный пакет должен обеспечивать возможность оказывать определяющее воздействие на деятельность акционерного общества [76]. Вопрос о степени воздействия требует дополнительного обсуждения, которое будет проведено далее. Данное определение требует уточнения, связанного с тем фактом, что поглощением можно признавать не только приобретение контрольного пакета акций, но и покупку неконтрольного пакета акций, при этом в результате данной сделки собственнику будет принадлежать контрольный пакет.

С подобным определением поглощения соглашается М.Г. Ионцев, который понимает поглощение как установление полного контроля в юридическом и физическом смыслах [65, с. 8]. Н.А. Богданова также ключевым в характеристике поглощений считает мотив оказания влияния на принимаемые решения, реализуемый путем покупки контрольного пакета акций [31, с. 98].

Вопрос о неоднозначности термина «поглощение» поднимается и П. Гоханом. Он указывает, что понятие поглощения может использоваться как для характеристики дружественных, так и недружественных сделок [41, с. 742].

С экономической точки зрения, обоснованным можно признать определение А.В. Плотникова, который признает слияния и поглощения видами стратегий, в которых меняется структура собственности [95, с. 247]. А.Е. Молотников указывает, что речь в данном случае идет об установлении контроля над компанией, то есть покупка миноритарных пакетов не должна рассматриваться в качестве сделок слияний и поглощений [83, с. 11]. В данном случае акцент смещается на конечную цель сделок слияний и поглощений, а именно на реализацию стратегии. Слияния и поглощения, таким образом, можно признать инструментами реализации стратегии предприятия, в ходе осуществления которых меняется фактическая

структура собственников. Вместе с тем, определение А.В. Плотникова не позволяет дифференцировать покупку контрольных пакетов от сделок миноритарных акционеров. Альтернативными способами расширения бизнеса можно признать первичный выпуск акций и привлечение долгового финансирования [119, с. 134].

А.Е. Молотников уточняет, что сделки слияний и поглощений имеют своим следствием концентрацию мирового капитала [83, с. 8]. С этим утверждением можно согласиться лишь частично, отметив, что в случае приобретения зарубежных активов компания может, напротив, осуществлять диверсификацию собственных активов между странами и видами деятельности.

Т.В. Решетникова и Ф.И. Валиева [105] указывают на необходимость рассмотрения единого термина «слияние и поглощение» как отражение различных сделок между хозяйствующими субъектами. Важность изменения структуры собственности также косвенно подтверждает Н.А. Богданова, отмечая, что термины «слияние» и «поглощение» должны относиться не только к акционерным обществам, но и к другим организационно-правовым формам ведения бизнеса [31, с. 98].

А.Е. Молотников подчеркивает важность анализа слияний и поглощений применительно как к публичным, так и непубличным компаниям [83, с. 10]. По его мнению, в зарубежной практике преимущественное внимание уделяется анализу публичных компаний, в отечественной же не менее важным оказывается рассмотрение сделок непубличных компаний. Заметим, что анализ непубличных компаний в определенном смысле является более сложным и информативным с позиции обоих участников сделок, поскольку для таких компаний отсутствует возможность сравнения цены сделки с рыночной стоимостью ценных бумаг.

Для понимания причин, которые могут вызывать сделки слияний и поглощений, важно определить круг участников этих сделок. В зарубежной практике, исходя из информации, предоставляемой базой данных Zephyr, выделяется объект сделки (*target company*), инициатор сделки (*acquirer company*), а также собственник объекта сделки (*vendor company*) [188]. Обращает на себя внимание тот факт,

что в данных, касающихся сделок слияний и поглощений, полнота заполнения базы данных указанными показателями отличается: для репрезентативной базы данных, содержащей в себе сведения о сделках слияний и поглощений, относящимся ко всем отраслям промышленности и сферы услуг, для каждой из которых известны цена сделки и величина приобретаемой доли компании, имеются данные относительно 89148 завершённых сделок по всем странам мира за период с 1997 по 2021 годы, объект сделки известен в 99,998 % случаев, инициатор сделки – в 96 % случаев, а собственник объекта сделки – в 19,28 % случаев. Большой объём данных, а также отсутствие значительной части показателей в публичном доступе делает затруднительной задачу восстановления пропущенных данных с целью проведения более достоверного анализа. Поскольку одними из основных потребителей баз данных являются члены бизнес-сообщества, можно сделать вывод, что более значимыми являются данные относительно инициатора и объекта сделки.

В качестве инициатора сделки (*acquirer company*) могут выступать следующие группы компаний: финансово-промышленные группы и интегрированные структуры, инвестиционные компании, владельцы компаний малого и среднего бизнеса, совладельцы бизнеса и менеджмент компании [83, с. 20]. Данная классификация предполагает разные мотивы выделенных групп инициаторов.

Таким образом, слияния и поглощения являются инструментом реализации стратегий развития организации, получившим широкое распространение в современных условиях. Существенной характеристикой сделок слияний и поглощений, рассматриваемых в настоящем диссертационном исследовании, помимо направленности на реализацию стратегии развития организации, является изменение структуры собственности и корпоративного контроля.

Для более точного понимания роли сделок слияний и поглощений в реализации стратегий развития бизнеса представляется необходимым выявить современные тенденции рынка слияний и поглощений.

Исторически рынок слияний и поглощений ведет свое развитие с XIX века и прошел в своем развитии несколько стадий. Типичным является выделение пяти волн слияний и поглощений [48, с.36–40]. Анализ данного рынка в долгосрочной ретроспективе затрудняется по той причине, что отсутствует общая эмпирическая база, которая составлена по единой методологии.

База данных, в наибольшей степени отвечающая задачам исследования – Zephyr как наиболее полная база, содержащая сведения о слияниях и поглощениях. Указанная база содержит данные о сделках слияний и поглощений, которые произошли в мире за период с 1997 года по настоящее время. К достоинствам базы данных Zephyr можно отнести наличие сведений о большом числе финансово-экономических показателей (более 100) относительно инициатора и объекта сделки.

Определенная часть данных (около 50 %, исходя из статистических данных базы Zephyr) [188] содержит пропуски, что исключает возможность включения их в эмпирическую базу исследования (например, отсутствуют данные по ценам сделок). Поэтому автором настоящего диссертационного исследования предлагается сопоставить имеющиеся эмпирические данные базы Zephyr (с 1997 по 2021 год) и на основе их сопоставления с результатами, полученными в предыдущих исследованиях, сделать выводы относительно роли слияний и поглощений в развитии рынка в целом и электроэнергетики на современном этапе. Похожий подход использован М. Мартыновой [168, с. 2150] при анализе динамики сделок за 1897–1999 и 1985–2004 годы, сопоставляя данные из различных баз данных с выводами авторов, анализировавших предыдущие волны слияний и поглощений.

Авторский подход к исследованию эволюции стратегий развития организаций отличается рассмотрением сделок слияний и поглощений не как инвестиционного решения инвестора, отвечающего его фундаментальным интересам, а решением о стратегии развития бизнеса, принимаемое менеджерами. В силу юридических ограничений эти решения могут приниматься только собственниками. Экономическая сущность этого решения не отличается от решений о развитии

бизнеса, не связанных формально со слияниями и поглощениями. Так, приобретение активов в размере до 25 процентов их общей стоимости не требует утверждения собранием акционеров, более 25 процентов – требует такого решения [6]. При этом в обоих случаях речь идет о развитии бизнеса путем приобретения активов других компаний. Таким образом, с экономической точки зрения субъект принятия решений и размер сделки не могут быть критериями отнесения сделок слияний и поглощений к особому виду сделок, относящихся к решениям инвестора и, следовательно, не рассматриваемых как задача менеджера по развитию бизнеса. Сущностным критерием, с нашей точки зрения, является лишь выбор между приобретением готового актива-цели на рынке или создание подобного актива путем вовлечения и нужной комбинации исходных ресурсов.

Данные соображения приводят к выводу о том, что необходимо выделять стратегии двух уровней. Первый – стратегии, связанные с приоритетными направлениями развития бизнеса. Решения подобного типа в силу их глубокого влияния на будущее бизнеса законом отнесены к сфере ответственности собственника, в частности выбор объекта для слияний и поглощений. Второй уровень – выбор дальнейших направлений развития после того, как определены стратегии более высокого уровня.

К числу основных показателей, характеризующих рынок слияний и поглощений на современном этапе, Rhodes-Kropf относит количество сделок слияний и поглощений, а также среднюю цену сделки [175, с. 569]. Представляется разумным проанализировать также медианную цену сделки. Такой подход представляется полезным в силу большого разброса цен сделок, существующего на практике. Отдельный интерес представляет общая цена всех сделок слияний и поглощений, произошедших в стране или мире в целом за определенный период.

Эмпирическая выборка получена автором на основе базы данных Zephyr [188]. В выборку включены только данные о завершенных сделках. Из расчетов исключены сделки, для которых отсутствовал хотя бы один из следующих показателей: цена сделки (deal value); размер активов объектов сделки (total assets).

Автором настоящего диссертационного исследования определены характеристики сделок, которые необходимо проанализировать в целях исследования тенденций и роли сделок слияний и поглощений как направлений развития бизнеса. К таким характеристикам отнесены:

1) количество сделок слияний и поглощений в целях характеристики динамики распространенности стратегических решений о развитии бизнеса в форме слияний и поглощений;

2) размер приобретаемых активов в сделке как базовая величина, обеспечивающая сопоставимость при анализе большого количества сделок;

3) цена сделки как стоимость инвестиционного решения собственника, в целях оценки эффективности указанного решения.

Итоговая выборка включает данные о 89148 сделках, заключенных за период с 1997 по 2019 годы в мире. Анализ данных за более поздние периоды не проведен по причине резко отличающейся динамики мирового рынка слияний и поглощений в период пандемии коронавируса, а также отсутствия доступа к требуемой информации. В выборку попали все сделки, независимо от доли активов приобретаемой компании. Данные анализа представлены в таблице Б.1 (Приложение Б).

Анализ таблицы Б.1 позволяет прийти к следующим выводам:

1) в 1997–2019 гг. наблюдается тенденция роста числа сделок, что говорит о росте активности участников рынка слияний и поглощений;

2) средняя и медианная цена сделки имеют тенденцию к сокращению, что позволяет утверждать, что все большее влияние на рынок слияний и поглощений оказывают компании небольшого размера;

3) средний и медианный размер активов компании-объекта сделки также имеют тенденцию к сокращению, что подтверждает вывод о том, что на рынок слияний и поглощений выходят меньшие по размеру компании.

Обратимся далее к анализу динамики количества и объема сделок слияний и поглощений на более длительной временной перспективе. Для этого воспользу-

емся периодизацией волн слияний и поглощений, предложенной Р. Нельсоном [174] и развиваемой Д. Депамфилисом [48, с. 36–40] и П. Гоханом [41, с. 41–80]. Данная периодизация соответствует по количеству волн периодизациям, которые предложены другими авторами. Итак, Р. Нельсон выделил три волны слияний и поглощений, а Д. Депамфилис и П. Гохан указывают независимо на схожие характеристики четвертой и пятой волн:

1-я волна: 1897–1904 гг. (горизонтальная консолидация);

2-я волна: 1916–1929 гг. (рост концентрации);

3-я волна: 1965–1969 гг. (эпоха конгломератов);

4-я волна: 1981–1989 гг. (эпоха экономии, рост числа трансграничных сделок);

5-я волна: 1992(1993)–2000 гг. (эпоха стратегических мегаслияний).

Статистические данные, которые охватывали бы все сделки слияний и поглощений за период с начала XX века, представляют собой значительный объем информации, которая на настоящий момент не систематизирована в какой-либо единой базе данных. Кроме того, затруднительно получить доступ к данным, которые относятся к первой половине XX века. Поэтому принято решение воспользоваться имеющимися оценками других авторов, а затем дополнить их расчетами на основании имеющихся данных из базы Zephyr. Так, М. Мартынова приводит оценки максимального числа сделок слияний и поглощений в рамках выделенных П. Гоханом волн слияний и поглощений. Косвенно репрезентативность выборки, использованной в данном исследовании, может быть подтверждена сопоставлением со схожими исследованиями. Например, М. Rhodes-Kropf [175, с. 569] приводит выборку за период с 1977 по 2000 годы, полученную на основе схожих фильтров с помощью базы данных SDC (Securities Data Corporation). Размер средней сделки за 1999 год (период, покрытый обеими выборками) в целом сопоставим и составляет 1665,7 млн долл. в базе, используемой М. Rhodes-Kropf, и 1700,79 в настоящем исследовании при среднем курсе доллара к евро за 1999 год, равном 1.

Исследование М. Мартыновой рассматривает все завершённые сделки слияний и поглощений, независимо от приобретённой доли в компании (таблица 1).

Таблица 1 – Максимальное число сделок слияний и поглощений за год в мире [168]

Волна	Годы	Максимальное число сделок слияний и поглощений за год в рамках указанного периода
1	1897–1904	1 250
2	1916–1929	1 300
3	1965–1969	6 125
4	1981–1989	3 400
5	1993–2004	8 500

Отметим, что эмпирическая база исследования М. Мартыновой охватывает период до 2004 года. Пятая волна рассматривается М. Мартыновой в качестве незавершённой.

На основе сопоставления данных таблицы Б.1 и таблицы 1 приходим к выводу, что пятая волна слияний и поглощений является наиболее длительной и продолжается по состоянию на конец 2019 года. Об этом свидетельствуют данные М. Мартыновой и расчеты, проведенные автором настоящего исследования за период с 1997 по 2019 годы. Данный вывод подтверждается сопоставлением динамики числа сделок, а также общей суммы сделок слияний и поглощений за период с 1996 по 2019 годы. К похожему выводу о планомерном росте числа сделок приходит и Е.А. Васюков [36, с. 255]. Рост общей суммы сделок слияний и поглощений в рассматриваемый период не позволяет говорить нам о возможности выделения следующей (шестой) волны слияний и поглощений. По своему характеру пятая волна слияний и поглощений не является гомогенной: данную волну можно охарактеризовать как постепенный выход на рынок слияний и поглощений небольших компаний и превращение рынка слияний и поглощений в инструмент реализации стратегии не только наиболее крупных, но и средних компаний. К похожим выводам о росте числа сделок приходят и другие авторы [159, с. 43–68], подчеркивая циклический характер рынка слияний и поглощений.

Для подтверждения справедливости этого вывода проведем анализ величины активов компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений. Данные анализа представлены в таблице Б.1.

Данный вывод сделан на основе анализа динамики числа сделок, среднего размера сделки и размера медианной сделки. Средняя цена сделки за период с 2015 по 2019 годы составляет 226,13 млн. евро при размере медианной сделки 6,61 млн. евро, что существенно отличается от показателей 1997–1999 гг. (размер средней сделки – 15,55 млн. евро, размер медианной сделки – 9,41 млн. евро). Таким образом, сделки слияний и поглощений с 2015 года характеризуются достаточно большим числом небольших по объему сделок при увеличении среднего размера сделки. Можно сделать вывод о том, что рост числа участников рынка слияний (в том числе и потенциальных покупателей и продавцов) увеличивает спрос со стороны участников рынка на исследования по данной тематике, в том числе и на разработку методики, описывающей определение цены сделки. Кроме того, значительный рост эмпирической базы за счет роста числа сделок позволяет использовать математические методы для поиска закономерностей, присущих для сделок слияний и поглощений.

Выявленная тенденция предопределяет необходимость анализа динамики рынка слияний и поглощений с позиции контроля над стратегией развития. Е.М. Евстафьева в своем исследовании указывает, что степень контроля характеризуется объемом прав, соответствующий той или иной доле в собственности [56, с. 140]. Действительно, увеличение числа небольших сделок может означать размытие понятий слияния и поглощения как инструментов контроля. Ю.В. Андрианова [18, с. 67] называет пакеты от 2 до 25 процентов крупными миноритарными, подчеркивая существенную ограниченность прав владельцев данного пакета. К сделкам слияний и поглощений С.В. Голованова и Д.В. Цыцулина относят сделки, в которых доля владения в результате сделки становится более 25 процентов [40, с. 27]. С подобным подходом соглашается С.В. Пупенцова [173], предлагая широкую классификацию сделок слияний и поглощений в зависимости

от величины приобретенного пакета. Данная позиция представляется заслуживающей внимания в связи с тем, что доля блокирующего пакета акций составляет 25 процентов.

Автором предлагается следующий подход к классификации сделок слияний и поглощений с позиции влияния на уровень контроля над активами. В настоящем диссертационном исследовании в регрессионных уравнениях будет рассматриваться доля в компании, контролируемая в результате сделки. Внимание именно к данному показателю объясняется тем обстоятельством, что небольшие по доле сделки (доля компании менее 25 процентов и менее 50 процентов соответственно), в результате которых компании в итоге получают блокирующий или контрольный пакет, можно считать соответственно сделками, в которых получен блокирующий или контрольный пакет. В тех случаях, когда показатель общей доли, полученной в результате сделки, недоступен в базе данных, он заменен на размер приобретенной доли компании. В таблице 2 предложено выделение четырех групп (кластеров) по уровню контроля над стратегией развития предприятия.

Таблица 2 – Распределение сделок слияний и поглощений по кластерам с точки зрения стратегии развития организации (авт.)

Кластер	Доля компании, контролируемая собственником после сделки, %	Виды стратегий, основанные на сделках слияний и поглощений
1	0,00–24,99	Стратегия получения дополнительного пассивного дохода от владения долей в организации-цели
2	25,00–49,99	Стратегия оказания влияния на развитие организации-цели
3	50,00–74,99	Стратегия получения контроля над развитием организации-цели
4	75,00–100,00	Стратегия независимости от других собственников в определении направлений развития организации-цели

Номера кластеров предложены для удобства дальнейших рассуждений. Можно предположить, что сделки из кластера 1 по своей сути не являются сделками слияний и поглощений, а могут осуществляться по иным соображениям (например, получение инвестиционного дохода), но их анализ также необходим, поскольку общая цель инвестора в любом случае сводится к максимизации инвестиционного дохода. Кроме того, вне зависимости от величины приобретаемого

пакета закономерности определения цены сделки в зависимости от условий внешней среды могут остаться схожими. Собственно к сделкам слияний и поглощений по критерию возможности влиять на определение стратегии развития организации-цели относятся сделки кластеров 2, 3 и 4. В таблицах Б.2 и Б.3 представлены данные о распределении сделок слияний и поглощений по четырем кластерам, отражающим уровень корпоративного контроля.

На основе анализа таблицы Б.2 приходим к выводу, что к кластерам 2, 3 и 4 (доля сделок, являющихся стратегическим решением о развитии предприятия) относится значительная часть сделок, что подтверждает необходимость их дальнейшего анализа. Также отметим, что количество сделок из кластера 4 сокращается в 2010-е годы по сравнению с предыдущими периодами. Объяснение этому процессу можно сделать после анализа структуры сделок по их объему в денежном выражении и в разрезе кластеров (таблица Б.3).

Сделки слияний и поглощений существенно отличаются по размеру активов приобретаемой компании, поэтому далее будет проведен анализ структуры сделок в разрезе упомянутых четырех кластеров (приведен в таблице Б.3).

По итогам анализа таблицы Б.3 делаем вывод, что кластеры 2 и 3 не имеют существенной доли в общем объеме сделок ни в разрезе числа сделок, ни в разрезе общей суммы цен сделок. Можно утверждать, что сделки слияний и поглощений, относящиеся к кластерам 2–4, являются инструментом получения стратегического контроля над предприятием – объектом сделки. Сделки, относящиеся к классу 1, за исследуемый период, показали устойчивый рост доли в общем объеме сделок. При этом сохраняется преобладающая доля сделок, в результате которых компания приобретает полный контроль над организацией-целью сделки (кластер 4). Указанная доля имеет устойчивую тенденцию к снижению, хотя не опускается ниже 50 %. Высокая доля сделок из кластера 1 в 2019 году может быть объяснена тем обстоятельством, что в выборку попадают только завершённые сделки, а сделки с миноритарными пакетами в большинстве случаев завершаются опера-

тивно (часть сделок из кластеров 2–4 находятся в процессе юридического оформления).

Таким образом, на основе сопоставления приведенных данных приходим к выводу о трендообразующем характере сделок, в которых приобретается полный контроль над компанией (кластер 4). В рамках данного кластера происходит движение более 50 % от общего рыночного объема сумм цен сделок. Кроме того, можно отметить, что в годы максимального числа сделок (например, в 2015 году) также наблюдается высокая доля общего объема сделок внутри кластера 4. Сделки внутри кластеров 2 и 3 (уровень контроля над активами от 25 % до 75 %) не играют существенной роли как с точки зрения числа, так и объема сделок.

Сделки внутри кластера 1 (уровень влияния на стратегию организации-цели низкий, уровень контроля менее 25 %) имеют тенденцию к росту с позиции как доли в общем количестве сделок, так и доли в общей сумме сделок.

Далее обратимся к выявлению особенностей сделок слияний и поглощений в секторе электроэнергетики в мире в целом и в Российской Федерации.

При анализе имеющейся базы данных отобраны сделки с кодом отрасли инициатора или объекта сделки по классификации NAICS2017, начинающегося с цифр 22 (электроэнергетика (utilities) по данной отраслевой классификации). Для анализа по критерию отраслевой принадлежности выбраны 2920 сделок. Данные по количеству сделок в разрезе четырех кластеров, выделенных по принципу контроля над стратегией развития предприятия, представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Число сделок слияний и поглощений в Российской Федерации по кластерам (авт. на осн. [188])

Год	Кластер 1	Кластер 2	Кластер 3	Кластер 4	Итого
1999	2	2	0	2	6
2000	2	3	0	9	14
2001	10	7	4	7	28
2002	10	15	8	27	60
2003	13	5	9	24	51
2004	37	6	2	19	64
2005	101	10	5	38	154
2006	45	11	13	52	121
2007	136	24	17	48	225

Окончание таблицы 3

Год	Кластер 1	Кластер 2	Кластер 3	Кластер 4	Итого
2008	52	24	19	68	163
2009	41	31	13	51	136
2010	79	26	20	61	186
2011	53	26	17	55	151
2012	61	25	23	64	173
2013	111	37	22	58	228
2014	95	32	29	82	238
2015	147	24	26	88	285
2016	75	26	32	72	205
2017	100	16	34	70	220
2018	110	27	14	43	194
2019	13	3	0	2	18
Итого	1 293	380	307	940	2 920

Критерии выделения кластеров описаны в таблице 2. Число – общее количество сделок. При анализе таблицы 3 обращает на себя внимание относительная стабильность доли сделок в энергетике, что свидетельствует о том, что основные тенденции динамики сделок слияний и поглощений в данной отрасли соответствуют тенденциям для экономики в целом. Единственным исключением является рост числа сделок в мире в 1999–2002 годы, что объясняется реформированием энергетики в эти годы в США [88] (данная страна является лидером в мире по числу сделок).

Далее остановимся на анализе общего объема слияний и поглощений в Российской Федерации в разрезе четырех кластеров. Данные представлены в таблице 4.

Таблица 4 – Объем сделок слияний и поглощений в Российской Федерации по кластерам (авт. на осн. [188])

в миллиардах евро					
Год	Кластер 1	Кластер 2	Кластер 3	Кластер 4	Итого
1999	0,50	0,89	0,00	12,80	14,18
2000	0,19	0,30	0,00	17,86	18,35
2001	1,13	7,22	2,63	21,29	32,27
2002	0,39	1,48	1,24	11,45	14,55
2003	1,61	0,41	0,42	28,22	30,66
2004	2,66	0,13	0,82	4,92	8,53
2005	16,31	1,72	0,34	31,01	49,38

Окончание таблицы 4

Год	Кластер 1	Кластер 2	Кластер 3	Кластер 4	Итого
2006	18,60	2,20	0,86	61,86	83,52
2007	43,61	6,34	3,88	70,43	124,0
2008	10,01	7,05	8,58	26,88	52,53
2009	3,39	2,29	4,17	8,87	18,71
2010	5,29	1,32	9,94	27,86	44,42
2011	8,46	8,17	2,34	39,76	58,72
2012	4,42	3,23	1,95	18,33	27,93
2013	6,29	5,95	1,19	12,52	25,95
2014	4,21	3,25	2,07	24,84	34,37
2015	16,39	2,61	1,76	61,98	82,74
2016	7,26	7,35	3,25	49,66	67,51
2017	5,56	2,46	4,17	34,52	46,71
2018	8,69	1,08	2,79	8,72	21,27
2019	0,47	0,02	0,00	0,63	1,11
Итого	165,4	65,47	52,39	574,4	857,4

При анализе таблицы 4 обращает на себя внимание большая волатильность общего объема сделок по сравнению с их общим числом, что может быть объяснено небольшим числом сделок с очень высокой ценой в 2001–2003 и 2006–2008 годах.

На основе анализа доли сделок в секторе энергетики по сравнению с общим объемом сделок приходим к выводу о значимости сектора энергетики в структуре мирового рынка слияний и поглощений [122, с. 36–38], а также относительной стабильностью числа и объема сделок в сравнении с общерыночными показателями. Это дополнительно подтверждает тезис о необходимости поиска закономерностей с целью управления стратегиями, основанными на слияниях и поглощениях.

Далее приведено сравнение динамики рынка слияний и поглощений в России, в том числе в секторе энергетики с соответствующими тенденциями, выделенными для мира в целом. Статистические данные относительно динамики числа и общего объема сделок слияний и поглощений в разрезе кластеров представлены в таблице 5.

Таблица 5 – Показатели сделок слияний и поглощений в Российской Федерации (в разрезе кластеров)* (авт. на осн. [188])

Год	Кластер 1		Кластер 2		Кластер 3		Кластер 4		ИТОГО	
	число	объем	число	объем	число	объем	число	объем	число	объем
2000	1	0.03	0	0.00	0	0.00	1	0.34	2	0.36
2001	4	0.05	0	0.00	0	0.00	4	1.90	8	1.95
2002	5	0.63	4	0.02	2	5.88	8	0.72	19	7.26
2003	11	0.57	9	0.24	7	1.67	11	0.50	38	2.97
2004	20	1.22	13	0.13	13	0.68	20	1.03	66	3.07
2005	22	1.26	21	0.38	12	0.82	33	13.40	88	15.85
2006	25	0.31	22	5.81	15	0.96	74	2.15	136	9.24
2007	23	2.48	22	5.60	20	2.49	86	7.73	151	18.29
2008	36	3.54	27	1.63	25	3.30	120	12.93	208	21.41
2009	44	3.09	31	2.88	27	4.13	71	4.79	173	14.89
2010	61	5.52	44	2.83	36	15.27	126	11.91	267	35.53
2011	49	5.26	27	6.54	20	1.64	101	6.47	197	19.90
2012	73	14.01	29	2.68	27	3.73	109	9.38	238	29.80
2013	137	18.32	49	12.84	33	2.27	144	13.65	363	47.07
2014	181	4.66	33	1.73	25	2.25	138	8.51	377	17.15
2015	131	7.93	21	2.25	18	0.46	68	2.53	238	13.16
2016	90	16.26	18	1.85	15	6.67	63	8.18	186	32.98
2017	78	9.44	16	0.24	8	0.49	51	2.47	153	12.64
2018	44	10.11	5	1.55	9	0.40	29	2.41	87	14.46
2019	92	0.86	3	0.20	0	0.00	2	0.62	97	1.68
Итого	1 127	105.60	394	49.40	312	53.10	1259	111.60	3 092	319.70

*Число – число сделок, объем – общий объем сделок, млрд евро.

На основе анализа данных относительно числа и совокупного объема сделок в Российской Федерации мы приходим к выводу, что за 2000–2019 годы тенденции сделок во многом схожи с миром в целом, но имеются и специфические черты, характерные для российской экономики. Реформа электроэнергетики, завершившаяся в РФ в 2008 году, отразилась на объеме сделок слияний и поглощений: на период реформ (2008–2013 гг.) выпадает наибольший объем сделок, связанных с получением полного контроля над организацией (кластер 4).

Как отмечают Л.И. Зухурова и И.Я. Новикова, развитие собственно рынка слияний и поглощений в России началось с 1998 года, до этого момента можно лишь говорить о приватизации и иных способах получения контроля над государственными предприятиями [63, с. 66; 64].

Как в мире в целом, за рассмотренные 20 лет наблюдается общая тенденция к увеличению и общего числа сделок, и суммарной величины цен сделок, что находит подтверждение и в других работах [110, с. 130–131; 28]. Рынок сделок слияний и поглощений активизировался в 2004–2007 гг. [31, с. 94], наибольшая активность на данном рынке была характерна в 2008–2014 гг. Особенностью рынка слияний и поглощений в Российской Федерации является превалирование сделок из кластера 4.

Кроме того, можно отметить преобладание сделок из кластеров 2 и 3 в период с 2006 по 2011 годы. Данный период может быть, соответственно, охарактеризован как период перераспределения контрольных и блокирующих пакетов акций. Период с 2015 по 2019 годы в Российской Федерации можно охарактеризовать как период преобладания миноритарных пакетов в структуре сделок.

В целом же рынок слияний и поглощений в Российской Федерации сохраняет свою роль как механизм реализации стратегий компаний и перераспределения контроля.

Далее приведены результаты исследования особенностей сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе России. Анализ проведен в три этапа:

- 1) анализ рынка слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе России;
- 2) анализ крупнейших сделок слияний и поглощений;
- 3) анализ участников сделок, которые неоднократно реализовывали указанные стратегии слияний и поглощений.

В рамках первого этапа в таблицах 6 и 7 приведен анализ сделок слияний и поглощений в энергетической отрасли Российской Федерации. В отношении сделок слияний и поглощений в электроэнергетике в базе данных Zephyr доступны для анализа данные с 2004 по 2021 год включительно (за 2021 год отсутствуют данные относительно завершенных сделок). В таблице 6 приведены данные отно-

сительно сделок, отнесенным к четырем кластерам по уровню влияния на стратегию развития предприятия.

Таблица 6 – Показатели сделок слияний и поглощений в электроэнергетике Российской Федерации (в разрезе кластеров)* (авт. на осн. [188])

Год	Кластер 1		Кластер 2		Кластер 3		Кластер 4		ИТОГО	
	число	объем	число	объем	число	объем	число	объем	число	объем
2004	10	1 867,0	4	79,6	0	0,0	2	30,6	16	1 977,2
2005	8	1 329,6	6	215,1	1	0,5	1	215,3	16	1 760,6
2006	8	1 226,7	8	5 281,1	2	18,6	4	375,8	22	6 902,2
2007	33	8 151,4	36	9 271,0	9	4 950,7	8	1 418,6	86	23 791,7
2008	73	5 513,5	35	5 858,3	22	5 595,7	9	225,2	139	17 192,7
2009	88	4 439,5	20	2 381,2	10	2 323,0	6	212,7	124	9 356,3
2010	73	4 444,7	16	627,4	6	9 452,8	12	1 521,1	107	16 046,1
2011	42	3 310,8	9	5 436,9	9	1 881,2	6	161,0	66	10 789,9
2012	56	3 768,2	16	2 289,2	7	1 305,4	8	2 366,3	87	9 729,0
2013	83	2 477,7	20	4 120,2	9	6 868,1	5	341,9	117	13 808,0
2014	67	6 236,4	7	369,7	4	491,1	18	3 092,7	96	10 190,0
2015	35	1 745,6	5	61,5	2	69,2	6	762,5	48	2 638,8
2016	27	2 323,2	5	546,7	2	73,6	3	751,5	37	3 695,0
2017	40	1 506,8	14	413,4	4	26,9	9	227,2	67	2 174,3
2018	31	1 776,5	5	178,4	3	397,7	5	2 151,2	44	4 503,9
2019	45	1 132,1	6	135,6	1	120,5	2	74,5	54	1 462,7
2020	7	142,4	2	149,1	0	0,0	3	256,7	12	548,2
Итого	726	51 392,0	214	37 415,0	91	33 575,0	107	14 185,0	1138	136 567,0

*Число – число сделок, объем – общий объем сделок, млн евро.

Анализ таблиц 5 и 6 позволяет прийти к следующим выводам относительно характеристик сделок слияний и поглощений в электроэнергетике Российской Федерации. Во-первых, сделки с участием компаний электроэнергетического комплекса составляют 37,2 % от общего числа сделок, что свидетельствуют о значительной активности компаний отрасли на рынке слияний и поглощений. Во-вторых, максимальное число сделок слияний и поглощений среди предприятий электроэнергетического комплекса отмечено в 2008 и 2009 годах, что совпало с периодом завершения реформирования РАО «ЕЭС России». Реформирование РАО «ЕЭС России», таким образом, задало предпосылки более частого применения стратегий, основанных на слияниях и поглощениях [114, с. 47]. В-третьих,

общий объем сделок остается значительным даже после снижения их числа в период с 2014 года. Таким образом, сделки слияний и поглощений являются значимым инструментом стратегий развития бизнеса предприятий электроэнергетического комплекса. Поскольку к получению стратегического контроля над деятельностью предприятия приводят сделки из кластеров 2, 3 и 4, остановимся на анализе характеристик сделок из данных кластеров (таблица 7).

Таблица 7 – Описательная статистика сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе России, принадлежащих к кластерам 2–4 (авт. на осн. [188])

Год	Средний размер сделки, млн евро	Размер медианной сделки, млн евро	Общий объем сделок, млн евро	Число сделок
2004	18,37	19,14	110,20	6
2005	53,87	8,10	430,95	8
2006	405,39	57,18	5 675,45	14
2007	295,10	14,34	15 640,34	53
2008	176,96	11,83	11 679,16	66
2009	136,58	22,88	4 916,80	36
2010	341,22	3,76	11 601,37	34
2011	311,63	66,45	7 479,12	24
2012	192,28	25,04	5 960,79	31
2013	333,24	5,80	11 330,31	34
2014	136,33	18,02	3 953,61	29
2015	68,71	5,61	893,24	13
2016	137,18	20,15	1 371,78	10
2017	24,72	6,25	667,48	27
2018	209,80	17,61	2 727,36	13
2019	36,73	36,52	330,60	9
2020	81,17	68,85	405,84	5
ИТОГО	206,24	13,52	85 175,24	413

На основе приведенных данных можно сделать вывод, что наибольший объем сделок ожидаемо отмечен в 2007 и 2008 годах, что связано с завершением периода реформирования электроэнергетики в июне 2008 г. в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 11.07.2001 № 526 «О реформировании электроэнергетики Российской Федерации». Также следует отметить, что сделки слияний и поглощений не потеряли своей актуальности для отрасли и по завершении пе-

риода реформирования: количество сделок и их объем в 2015–2020 гг. остается существенным. Средний размер сделки имеет тенденцию к росту после завершения периода реформирования электроэнергетики в 2008 г., при этом размер медианной сделки не имеет тенденции к росту. Это свидетельствует о наличии в структуре сделок значительного числа небольших по размеру и небольшого числа крупных сделок. Следовательно, методика управления стратегическим планированием должна быть адаптирована для использования средними и небольшими по размеру предприятиями.

Вторым этапом анализа сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе Российской Федерации является анализ наиболее крупных сделок. В выборку включены как успешно завершённые сделки, так и сделки, не имевшие успешного завершения, соответствующие авторскому пониманию сделок слияний и поглощений, а именно: к сделкам слияния и поглощения отнесены те, которые приводят к получению контроля над стратегией развития предприятия и означают передачу более 25 процентной доли компании (таблица 2). В таблице 8 приведены данные о 15 наиболее крупных сделках по критерию цены сделки за указанный временной промежуток.

Таблица 8 – Наиболее крупные сделки слияний и поглощений (электроэнергетика Российской Федерации, 2011–2021 гг.) (авт. на осн. [188])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб	Приобретенная доля, %	Успешность завершения
1. Физические лица	ПАО «Россети»	29.03.13	03.09.13	289,2	63,640	Да
2. Государственная корпорация по атомной энергии "Росатом"	АО «Российский концерн по производству электрической и тепловой энергии на атомных станциях»	22.11.11	08.01.15	275,8	36,144	Да
3. ОАО «Московская объединенная электросетевая компания»	АО «Объединенная энергетическая компания»	19.07.13	нет данных	164,5	100,000	Нет

Окончание таблицы 8

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб	Приобретенная доля, %	Успешность завершения
4. Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	АО «Российский концерн по производству электрической и тепловой энергии на атомных станциях»	04.02.13	17.09.15	259,8	29,734	Да
5. ООО «Газпром энергохолдинг»	ПАО «Московская объединенная энергетическая компания»	30.11.12	26.09.13	97,7	89,975	Да
6. UNIPER SE (Германия)	ПАО «Юнипро»	28.05.18	28.05.18	141,4	83,730	Да
7. UNIPER AG (Германия)	ОАО «Э.ОН Россия»	02.12.14	01.01.16	124,7	83,730	Да
8. ОАО «ТГК № 9»	ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	30.06.11	нет данных	56,2	100,000	Нет
9. FORTUM OYJ (Финляндия)	ПАО «Юнипро»	28.04.18	нет данных	86,9	50,000	Нет
10. ООО «Тельмамская ГЭС»	ПАО «Иркутскэнерго»	19.07.11	31.05.18	69,3	40,290	Да
11. MACQUARIE INFRASTRUCTURE AND REAL ASSETS (EUROPE) LTD (Великобритания)	ОАО «ОГК-5»	01.03.12	14.05.12	22,7	26,435	Да
12. ОАО «Центрэнергохолдинг»	ОАО «ОГК-2»	22.06.12	21.01.13	23,1	46,281	Да
13. ОАО «Роснефтегаз»	ОАО «Московская объединенная электросетевая компания»	20.04.15	нет данных	29,1	36,760	Нет
14. ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ООО «Кэс-Трейдинг»	29.04.14	09.07.14	24,8	100,000	Да
15. ПАО «Федеральная гидрогенерирующая компания-РусГидро»	АО «Дальневосточная генерирующая компания»	17.07.20	нет данных	40,4	99,998	Нет

На основе анализа таблицы 8 делаем вывод о том, что среди наиболее крупных сделок, относящихся к электроэнергетической отрасли Российской Федера-

ции, присутствуют сделки из кластеров 2, 3, 4. Это подтверждает целесообразность выделения данных кластеров для целей анализа стратегий развития данных предприятий. Небольшое число сделок с участием иностранных компаний объясняется стратегической важностью отрасли и нежелание допускать к контролю над энергетическими компаниями зарубежных участников [24, с. 52].

В наиболее крупных сделках принимали участие предприятия, отнесенные к следующим компонентам электроэнергетической отрасли (ядра электроэнергетического комплекса):

1) компании по производству электроэнергии и теплоэнергии: Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом», АО «Российский концерн по производству электрической и тепловой энергии на атомных станциях», ООО «Газпром энергохолдинг», UNIPER SE (Германия), ПАО «Юнипро» (прежнее название – ОАО «Э.ОН Россия»), UNIPER SE (Германия), ОАО «ОГК-2», ОАО «ОГК-5», ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания», ПАО «Федеральная гидрогенерирующая компания – РусГидро», АО «Дальневосточная генерирующая компания», ПАО «Иркутскэнерго», ООО «Тельмамская ГЭС», FORTUM OYJ (Финляндия), ОАО «ТГК № 9»;

2) электрические сети: ПАО «Россети», ОАО «Московская объединенная электросетевая компания», АО «Объединенная энергетическая компания» и др.;

3) тепловые сети и коммунальное хозяйство: ПАО «Московская объединенная энергетическая компания».

Активное участие в сделках предприятий по производству электроэнергии и теплоэнергии можно объяснить характером реформирования РАО «ЕЭС России», при котором разделение активов генерирующих компаний оптового рынка электроэнергии (ОГК) проводилось по экстерриториальному признаку. Процесс реформирования электроэнергетики предполагал создание генерирующих компаний оптового рынка электроэнергии по критерию примерного равенства установленной мощности [115, с. 10]. Меньшая активность предприятий, связанных с деятельностью электрических, тепловых сетей и коммунального хозяйства, связана с

монопольной структурой рынка и законодательными ограничениями на проведение сделок слияний и поглощений.

Также следует отметить участие в наиболее крупных сделках предприятий, отнесенных к следующим компонентам связанных отраслей (периферии электроэнергетического комплекса):

1) топливоснабжающая система: ОАО «Роснефтегаз», ООО «Кэс-Трейдинг»;

2) предприятия финансового сектора: MACQUARIE INFRASTRUCTURE AND REAL ASSETS (EUROPE) LTD (Великобритания), ОАО «Центрэнергохолдинг», ООО «Газпром энергохолдинг».

Предприятия строительной отрасли и прочих отраслей, реализующих свои стратегии с предприятиями электроэнергетической отрасли, не принимали участие в крупнейших сделках, что объясняется меньшим размером активов подобных предприятий.

Таким образом, подтверждается обоснованность включения указанных категорий предприятий ядра и периферии в структуру электроэнергетического комплекса, сформулированную в §1.1.

В рамках третьего этапа проанализируем предприятия, неоднократно реализовавшие стратегии развития бизнеса посредством проведения сделок слияний и поглощений. Обобщенные данные представлены в таблице 9, перечень сделок приведен в приложении В (таблицы В.1–В.6).

Таблица 9 – Наиболее активные инициаторы и объекты сделок слияний и поглощений (электроэнергетика Российской Федерации, 2011–2021 гг., по числу сделок) (авт. на осн. [188])

Предприятие	Роль в сделке	Общее число сделок	Число успешных сделок
1. ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	Инициатор	13	13
2. Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	Инициатор	7	5
3. АО «Квадра – Генерирующая компания»	Инициатор	4	3
4. ОАО «Кубанская Генерирующая Компания»	Объект	4	4
5. ПАО «Дальневосточная энергетическая компания»	Объект	3	3

Окончание таблицы 9

Предприятие	Роль в сделке	Общее число сделок	Число успешных сделок
6. ПАО «Территориальная генерирующая компания № 2»	Объект	4	2

В таблице 9 представлены только компании, имевшие более трех сделок слияний и поглощений, компании с меньшим числом сделок в таблице не представлены в силу их большого количества. Из полученных данных можно сделать вывод, что разработка методики стратегического планирования, основанной на использовании инструментария сделок слияний и поглощений, для таких участников будет представлять актуальную задачу. Кроме того, при разработке методики необходимо предусмотреть циклический характер процесса стратегического планирования, при котором предприятие неоднократно прибегает к сделкам слияний и поглощений.

По результатам анализа статистических данных сделаны следующие выводы. Во-первых, сделки слияний и поглощений остаются значимым способом реализации стратегий компаний и перераспределения собственности как внутри отрасли, так и между отраслями. Во-вторых, по состоянию на 2021 год можно говорить о продолжении пятой волны слияний и поглощений, которая оказалась наиболее продолжительной за всю историю рынка и может быть описана как постепенный выход на рынок слияний и поглощений небольших участников. Во-вторых, реформирование электроэнергетики РФ оказало влияние на число и объем сделок слияний и поглощений в 2008–2013 гг., при этом после 2014г. объем сделок оставался существенным. В-третьих, сделки слияний и поглощений активно используются российскими предприятиями, которые относятся как к электроэнергетической отрасли (ядро электроэнергетического комплекса), так и к связанным отраслям (периферия электроэнергетического комплекса).

Проведенный анализ также определил требования к разработке методики стратегического управления, реализуемой посредством осуществления сделок слияний и поглощений, а именно учет стратегий, которые могут реализовываться как предприятиями электроэнергетической отрасли, так и при взаимодействии

предприятий электроэнергетической отрасли с предприятиями связанных отраслей. Кроме того, выполненный анализ позволил сформулировать задачу классификации характера стратегий участников сделок слияний и поглощений в составе электроэнергетического комплекса и разработку на этой основе типологии стратегий развития предприятий, реализуемых с помощью слияний и поглощений.

1.3. Закономерности развития предприятий электроэнергетического комплекса на основе интеграции и диверсификации. Типология стратегий, осуществляемых в форме слияний и поглощений

Стратегическое взаимодействие предприятий в структуре электроэнергетического комплекса в силу большого количества возможных вариантов связей между различными элементами этой структуры требует упорядочения и выявления закономерностей развития отрасли. Автором предложено решить эту задачу путем построения типологии стратегий развития организации, осуществляемых в виде сделок слияний и поглощений. Указанная типология также необходима для формализации данных и количественного измерения результатов применения различных стратегий при построении моделей.

Стратегия развития предприятий является основным инструментом, позволяющим обосновать направления его развития. В связи с этим возникает необходимость определения понятия стратегии развития, в том числе связанных с использованием сделок слияний и поглощений. Словарь современного русского языка определяет стратегию как «искусство планирования какой-либо деятельности и руководства ею, основанные на точных прогнозах» [60]. Данное определение указывает на два основных элемента стратегии: планирование и управление (руководство). Кроме того, отдельное внимание обращается на необходимость прогнозирования результата реализации стратегии.

Понятие стратегии в общенаучном смысле предполагает искусство планирования деятельности на длительную перспективу [45]. Деятельность компании

подчинена достижению целей стратегического управления. Этому в наибольшей степени соответствует понятие корпоративной стратегии, которое начало активно развиваться в 90-е годы XX века в рамках развития стратегического менеджмента такими учеными, как Р.М. Грант, Артур А. Томпсон-мл., А. Стрикленд и др. Р.М. Грант конкретизировал определение стратегии применительно к сфере бизнеса и указал на то, что стратегия является преднамеренным поиском плана действий, а также обратил внимание, что ключевой целью реализации стратегии является развитие конкурентного преимущества компании [42, с. 32]. Определения корпоративной стратегии наиболее признанных авторов, имеющиеся в литературе, представлены в таблице А.2 (приложение А).

При анализе определений корпоративной стратегии обратим внимание на следующие ее составляющие. Во-первых, корпоративная стратегия состоит из ряда действий, решений, направленных на все сферы деятельности компании [42, с. 32; 21, с. 32]. Во-вторых, стратегия должна учитывать параметры как внешней, так и внутренней среды компании [125, с. 32; 13, с. 22]. В-третьих, стратегия должна обеспечить достижение целей организации [125, с. 32; 20].

Как отмечает А.М. Елохов, в 90-е гг. XX века произошел переход от понятия «стратегического планирования» к понятию «стратегического менеджмента». Ключевыми отличиями стратегического менеджмента, по мнению А.М. Елохова, являются процесс учета развития рынка и внешней среды в условиях частичной предсказуемости, а также акцент в управлении на творчество при учете развития рынка и внешней среды [57, с. 13]. С данной точкой зрения соглашается и Е.М. Богданов, указывая на важность самоанализа организации в процессе стратегического планирования [30, с. 89].

М. Портер отмечает, что более высоким уровнем стратегии является корпоративная стратегия, которая относится ко всей компании, а подчиненный по отношению к ней уровень занимает стратегия бизнес-единиц [97, с. 157]. С таким пониманием можно согласиться с учетом того, что получение экономической прибыли в долгосрочной перспективе возможно лишь для рынков несовершенной

конкуренции. С подобным соотношением корпоративной стратегии и стратегии бизнес-единицы соглашается К. Кристенсен [127, с. 66]. Мы будем понимать стратегию развития предприятия как высший (корпоративный) уровень стратегии.

Таким образом, стратегия развития предприятия должна быть направлена на повышение эффективности его деятельности и учитывать многообразные факторы внешней среды, воздействующие в данный момент на организацию.

Стратегия развития предприятия предполагает изменение масштабов его деятельности. Классификация методов реализации стратегии в зависимости от характера изменения масштабов деятельности составлена К. Кристенсеном [127, с. 68–69]. Многие из упоминаемых автором стратегий предполагают необходимость использования сделок слияний и поглощений как инструментов. Данные стратегии являются универсальными для всех отраслей, также не зависят от страновой принадлежности компаний. В таблице 10 указаны виды сделок и отмечена необходимость применения сделок слияний и поглощений для целей реализации стратегий.

Таблица 10 – Виды стратегий, связанные с изменением масштабов бизнеса, и необходимость использования сделок слияний и поглощений для их реализации (авт. на осн. [42])

Расширение масштаба деятельности		Сокращение масштабов деятельности	
вид стратегии	необходимость использования слияний и поглощений	вид стратегии	необходимость использования слияний и поглощений
Органический рост	Нет	Продажа в виде действующего бизнеса	Да
Расширение посредством покупки готового предприятия	Да	Выкуп контрольного пакета	Да
		Передача части активов дочерней структуре	Да
Создание стратегических союзов	Нет	Изъятие доходов из неперспективного бизнеса	Нет
		Ликвидация	Нет

На основе таблицы 10 можно сделать вывод, что слияния и поглощения являются необходимым инструментом для реализации как стратегий расширения масштабов деятельности, так и для стратегий сокращения масштабов деятельно-

сти. Предприятия могут выступать в качестве объекта или инициатора сделки слияния или поглощения. Таким образом, типология сделок слияний и поглощений должна включать в себя оба вида стратегий.

Процесс стратегического планирования связан с изменением направлений деятельности предприятия и основывается на характеристиках рыночной среды, в которой действует фирма [13]. Стратегическое планирование основано на реализации проектов, имеющих четко определенные временные рамки [20]. Д. Грант, отмечает, что планирование и администрирование направлены на координацию процессов разработки и реализации стратегии [123]. В настоящем диссертационном исследовании используется предложенное И.Г. Альтшуллером определение стратегического планирования как «систематического, комплексного и обстоятельного подхода к разработке, а также к мониторингу реализации стратегии» [17].

Стратегии развития могут реализовываться путем интеграции или диверсификации. А.В. Грибанов [43, с. 257] подчеркивает систематизирующую роль процессов интеграции и диверсификации при разработке стратегии развития предприятия. Р.М. Грант выделяет следующие виды вертикальной интеграции: интеграция «вниз» (контроль над производством ресурсов, необходимых для осуществления деятельности) и интеграция «вверх» (контроль над покупателями своей продукции) [42, с. 386]. Кроме того, он выделяет полную или частичную интеграцию (в зависимости от того, какой объем продукции поставляется или продается контролируемым компаниям). Автором отмечается, что слияния и поглощения являются одним из способов реализации стратегии интеграции, характеризующимся наибольшим уровнем взаимных обязательств между сторонами сделки. Стратегия диверсификации предполагает рост географического, продуктового или территориального охвата [42, с. 439]. Л.В. Ситникова предлагает связанную (включающую в себя центрированную и горизонтальную) и несвязанную (конгломеративную) диверсификацию [116]. А.И. Шлафман выделяет горизонтальные, вертикальные, родовые и конгломеративные поглощения [138]. При

этом для одного предприятия стратегии интеграции и диверсификации могут сменять друг друга на различных этапах развития компании [26, с. 44]. Слияния и поглощения могут использоваться для реализации стратегий как интеграции, так и диверсификации, что также должно быть учтено в ходе типологизации стратегий.

Идентификация стратегий интеграции и диверсификации при построении авторской типологии проведена на основе отраслевой принадлежности инициатора и объекта сделки, поскольку выбор объекта сделки определяется выбранной предприятием стратегией развития бизнеса [47, с. 935–936].

Ряд авторов подчеркивают отраслевые особенности применения стратегий интеграции и диверсификации в электроэнергетике. В частности, В.И. Колибаба и Ю.П. Ямпольский [73] выделяют следующие отраслевые особенности применения стратегий интеграции и диверсификации:

- 1) высокая значимость освоения новых рынков в связи с ограниченным ассортиментом продукции;
- 2) ограниченная применимость стратегии горизонтальной интеграции в связи с наличием законодательных ограничений в ряде стран;
- 3) ограничения применения стратегии вертикальной интеграции вперед в России, обусловленные неплатежами конечных потребителей за потребленные энергоресурсы;
- 4) наличие широких возможностей применения стратегии горизонтальной и конгломеративной дифференциации.

Предприятия, относящиеся к электроэнергетической отрасли, производят электроэнергию, теплоэнергию и услуги по их транспортировке, что подтверждает тезис об ограниченности ассортимента.

Ограниченность применения стратегий горизонтальной интеграции возникает в связи с положениями Федерального закона «О защите конкуренции» признание положения хозяйствующего субъекта доминирующим связано в общем случае с оказанием влияния на рыночное равновесие, а не конкретной долей от-

дельных хозяйствующих субъектов [3]. При этом предприятия, входящие в состав электроэнергетической отрасли (электрические сети, коммунальное хозяйство) являются естественными монополиями, поэтому применение стратегий горизонтальной интеграции ограничено [2].

Справедливость третьей выделенной авторами особенности применения стратегий интеграции и диверсификации в электроэнергетике может быть поставлена под сомнение, поскольку вертикальная интеграция вперед может осуществляться с покупателями, не допускающими просрочек платежей; кроме того, неплатежи за продукцию в один или несколько периодов не могут однозначно свидетельствовать о нецелесообразности стратегического объединения поставщика и неплательщика.

Из отмеченного четвертого положения вытекает, что наиболее применимы в электроэнергетике стратегии горизонтальной диверсификации, что учтено нами далее при разработке типологии стратегий.

В целом можно согласиться с указанными авторами в том, что в отрасли по производству электроэнергии можно применять все виды стратегий, приведенные в таблице 10 настоящего раздела.

Ряд зарубежных авторов исследуют такие особенности применения стратегий развития предприятия как синергетический потенциал и культурные факторы [167], отраслевую схожесть [187, с. 604–632; 143], а также влияние географических факторов [150]. Данные факторы представляют собой критерии детализации стратегий интеграции и диверсификации, которые целесообразно использовать в качестве гипотез при построении типологии стратегий, относящихся к предприятиям электроэнергетического комплекса.

По результатам проведенного обзора источников, в которых анализируются виды стратегий развития предприятий, в том числе в электроэнергетическом комплексе, сделаны следующие выводы. Во-первых, большая часть работ посвящена развитию стратегий интеграции и диверсификации, предлагая их различные интерпретации. Во-вторых, в России в силу законодательных ограничений затруд-

нена горизонтальная интеграция, при этом наиболее применимой является стратегия горизонтальной диверсификации.

Анализ эмпирической базы, на которой построены выводы указанных авторов, показал, что ни одно из исследований не опирается на широкий массив сделок, преимущественно к электроэнергетическому комплексу. Поэтому в нашем исследовании разработка типологии основана на анализе видов стратегий, встречающихся в реальных сделках слияний и поглощений предприятий электроэнергетического комплекса.

Автором предложена следующая последовательность построения типологии стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса на основе интеграции и диверсификации:

- 1) выбор отраслевой классификации;
- 2) анализ структуры выбранной отрасли, а также описание стратегий, в которых оба участника сделки относятся к электроэнергетической отрасли;
- 3) классификация стратегий, в которых только один участник принадлежит к электроэнергетической отрасли;
- 4) построение (визуализация) типологии стратегий;
- 5) проверка типологии на эмпирических данных, относящихся к сделкам слияний и поглощений.

Первым этапом построения типологии стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса на основе интеграции и диверсификации, осуществляемых в виде сделок слияния и поглощения (далее – типология), является выбор отраслевой классификации. Для данного этапа выбрана система классификации отраслей NAICS 2017 [170]. Данная система предполагает наличие для каждой отрасли кода из 6 цифр, при этом первые две цифры означают минимальный уровень детализации отрасли, а все шесть цифр означают обозначение отрасли в максимальной детализации (например, 22 – Utilities, Производство и распределение электроэнергии, газа и воды, 221111 – Hydroelectric Power Generation, Гидрогенерация).

Выбор классификации NAICS 2017 обусловлен следующими соображениями:

- 1) высокая отраслевая детализация (1057 кодов отраслей из шести цифр для всех отраслей) позволяет произвести детальную классификацию организаций;
- 2) наличие максимально обобщенной классификации позволяет выделить различные подотрасли;
- 3) доступность данных по отраслевой принадлежности NAICS 2017 в свободном доступе.

На втором этапе проведен анализ отраслей, относящихся к коду 22 (Производство и распределение электроэнергии, газа и воды) с целью определения типов применяемых стратегий, в которых оба участника сделки принадлежат к электроэнергетической отрасли. Данные о шестизначных кодах, первые два знака в которых равны 22, представлены в таблице Г.1 (приложение Г). По данным таблицы Г.1 отрасли с номерами 221111–221118 имеют отношение к генерации электроэнергии.

Сопоставляя отраслевые коды с авторской структурой электроэнергетического комплекса, можно указать, что к электроэнергетической отрасли (ядру электроэнергетического комплекса) относятся следующие предприятия (в скобках указаны коды классификации NAICS 2017):

- 1) производство электроэнергии и теплоэнергии (221111 (Производство гидроэлектроэнергии), 221112 (Производство электроэнергии на ископаемом топливе), 221113 (Атомная электроэнергетика), 221114 (Производство солнечной электроэнергии), 221115 (Производство ветровой электроэнергии), 221116 (Производство геотермальной электроэнергии), 221117 (Производство электроэнергии из биомассы), 221118 (Другое производство электроэнергии)); при этом в связи с небольшим числом сделок по стратегиям с участием компаний, принадлежащих к возобновляемой генерации электроэнергии, принято решение не выделять данные сделки в отдельное множество;

2) электрические сети (221121 (Передача и управление электрической энергией), 221122 (Распределение электроэнергии));

3) тепловые сети и коммунальное хозяйство (221210 (Распределение природного газа), 221310 (Системы водоснабжения и орошения), 221320 (Очистные сооружения), 221330 (Подача пара и кондиционирование)).

Таким образом, предприятия с отраслевым кодом 22 (Utilities) отнесены к электроэнергетической отрасли (ядру электроэнергетического комплекса). В каждой из 14 подотраслей 211111–211118, 221121–221122, 221210, 221310, 221320, 221330 компания может выступать как инициатор или как объект сделки слияния (поглощения). Таким образом, внутри отрасли возможно рассмотреть 196 пар компаний, выделенных по критерию отраслевой принадлежности. Такой анализ можно провести с помощью построения таблицы, где по вертикали будут указаны отрасли компании – объекта сделки, а по горизонтали – инициатора сделки. Каждая ячейка внутри таблицы будет соответствовать используемой стратегии. Данная таблица представлена в приложении Г (таблица Г.2). Расшифровка обозначений стратегий приведена в таблице Г.3 (приложение Г). В результате проведенного анализа все стратегии, в которых инициатор и объект сделки относятся к отрасли «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» классифицированы на 6 типов (стратегии 1–6 в таблице Г.3 (приложение Г)).

Внутри отдельных подотраслей электроэнергетической отрасли могут реализовываться следующие стратегии:

1) производство электроэнергии и теплоэнергии – стратегия горизонтальной интеграции внутри генерации (1) и горизонтальной диверсификации внутри генерации (3) (в скобках указан номер стратегии в авторской типологии);

2) электрические сети – стратегия горизонтальной интеграции (2);

3) тепловые сети и коммунальное хозяйство – стратегия несвязанной диверсификации (6).

При взаимодействии между компаниями, принадлежащими к различным подотраслям электроэнергетической отрасли, могут реализовываться следующие типы стратегий:

1) между компаниями по производству электро- и теплоэнергии и электросетевыми компаниями – стратегии вертикальной интеграции назад (4) и вперед (5), в зависимости от того, предприятие какой подотрасли выступает инициатором сделки;

2) при взаимодействии компаний из сферы производства электро- и теплоэнергии с компаниями из сектора тепловых сетей и коммунального хозяйства – стратегия несвязанной диверсификации (6);

3) взаимодействие между электросетевыми компаниями и компаниями из сферы производства электро- и теплоэнергии, а также из сектора тепловых сетей и коммунального хозяйства – стратегия несвязанной диверсификации (6).

Таким образом, стратегии с номерами от 1 до 6 представляют собой стратегии, в которых взаимодействуют компании, принадлежащие к электроэнергетической отрасли, необходимость выделения указанных стратегий связана со структурой электроэнергетической отрасли (ядра электроэнергетического комплекса).

На третьем этапе классифицированы стратегии, в которых хотя бы один из участников не относится к отрасли с кодом 22 «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды (в отличие от второго этапа, на котором проведена классификация стратегий, каждый из участников сделок слияний и поглощений, в рамках которых принадлежит к отрасли с кодом 22). Таким образом, выделены стратегии, в которых только один из участников сделки принадлежит к электроэнергетической отрасли. К числу таких стратегий относится вертикальная интеграция вперед и назад вне отрасли (стратегии 7 и 8). Также отдельно выделена стратегия несвязанной диверсификации (стратегия 9) вне отрасли (при которых энергетическая компания приобретает актив, имеющий иную отраслевую принадлежность, либо обратная ситуация). Кроме того, отдельно выделены стратегии с участием финансовых организаций (стратегии 10–11). Таким образом, класси-

цированы стратегии 7–11 из таблицы Г.3 (приложение Г). Критерии классификации для стратегий 7–11 представлены в таблицах Г.4 и Г.5 (приложение Г).

При взаимодействии предприятий электроэнергетической отрасли и предприятий, принадлежащих к различным элементам периферии, могут возникать следующие типы стратегий:

1) топливоснабжающая система и отрасли строительства – стратегии вертикальной интеграции назад (7) и вперед (8) вне отрасли;

2) предприятия финансового сектора – стратегии приобретения энергетическими компаниями финансовых организаций (10) и финансовыми организациями энергетических компаний (11);

3) предприятия прочих отраслей – несвязанная диверсификация вне отрасли (9).

Результатом второго и третьего этапов является множество из 11 стратегий, предложенное на основе авторской структуры электроэнергетического комплекса, учитывающее взаимодействие предприятий как внутри отрасли, так и между предприятиями отрасли и связанными предприятиями других отраслей.

На четвертом этапе разработана типология, объединяющая выделенные выше типы стратегий в единую структуру (таблица 11).

Таблица 11 – Типология стратегий, осуществляемых в форме сделок слияний и поглощений (авт. [101])

		Оба участника сделки относятся к электроэнергетике		Один из участников сделки не относится к электроэнергетике
		Генерация	Отрасли электроэнергетики, не относящиеся к генерации	
Интеграция	Горизонтальная	Горизонтальная интеграция внутри электроэнергетики (генерация) (1)	Горизонтальная интеграция внутри электроэнергетики (кроме генерации) (2)	(*)
	Вертикальная	Назад	Вертикальная интеграция "назад" внутри отрасли (4)	Вертикальная интеграция "назад" вне отрасли (кроме финансов) (7)
		Вперед	Вертикальная интеграция "вперед" внутри отрасли (5)	Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов) (8)
Диверсификация	Горизонтальная	Горизонтальная диверсификация внутри генерации (3)	(**)	(***)
	Несвязанная	Несвязанная диверсификация внутри отрасли (6)		Несвязанная диверсификация вне отрасли (9); Приобретение энергетическими компаниями финансовых организаций (10); Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний (11)

Предлагаемая типология основана на двух основных типах стратегий: интеграции (включая горизонтальную интеграцию, вертикальную интеграцию вперед и назад) и диверсификации (включая горизонтальную и несвязанную диверсификацию). Пропуски в таблице означают стратегии, которые не рассмотрены в связи с тем, что хотя бы один участник в них не относится к энергетике (ячейки, отмеченные знаками (*) и (***)). Кроме того, пропуск (**) означает, что стратегия, реализуемая двумя компаниями, не относящимися к генерирующему сектору энергетики, может быть классифицирована не как горизонтальная диверсификация, а как горизонтальная интеграция (стратегия 2) в связи с выдвинутым допущением о невозможности отнесении подобных компаний к конкурентному сегменту рынка.

Разработанная типология стратегий представлена на рисунке 2 (стратегии, где оба предприятия принадлежат к электроэнергетической отрасли) и рисунке 3

(одно из предприятий принадлежит к электроэнергетической отрасли, а другое – к периферии электроэнергетического комплекса) [101, с. 106–114].



Рисунок 2 – Типы стратегий, в которых оба участника сделки принадлежат к электроэнергетической отрасли (авт. [101])



Рисунок 3 – Типы стратегий, в которых только один участник принадлежит к электроэнергетической отрасли (авт. [101])

На пятом этапе проведена проверка предложенной типологии на эмпирических данных. Для данной проверки использованы данные базы данных Zephyr [188]. Эта база данных содержит сведения о завершённых сделках по всем отраслям и всем странам мира. Данные доступны за период с 1999 по 2021 годы. Отобраны 2979 сделок слияний и поглощений, в которых приобреталась доля более

25 процентов компании, относящиеся ко всем странам мира, в том числе Российской Федерации, завершившиеся в период с 1999 по 2021 годы, в которых хотя бы один из участников относится к отраслям с двузначным кодом 22 (Utilities, Производство и распределение электроэнергии, газа и воды) по классификации NAICS2017. Далее на основе приведенной типологии сделок слияний и поглощений определена стратегия путем сопоставления кодов NAICS2017 для инициатора и объекта сделки.

Предложенная типология проверена на эмпирических данных. В таблице 12 представлено распределение сделок слияний и поглощений в мире по годам в разрезе выделенных стратегий.

Таблица 12 – Статистические данные о числе сделок слияний и поглощений в электроэнергетике, отнесенных к различным типам стратегий по годам (авт. [101])

Год	Обозначение стратегии											Итого
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1996	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
1997	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
1998	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	3
1999	0	1	2	0	4	3	0	0	5	0	1	16
2000	2	3	3	0	2	2	2	1	8	0	2	25
2001	0	7	7	5	1	6	1	0	7	0	2	36
2002	2	11	5	7	2	15	5	5	24	1	8	85
2003	0	9	4	4	2	5	1	2	15	0	8	50
2004	1	7	7	4	2	1	1	3	14	0	16	56
2005	1	5	6	5	4	7	5	1	25	0	22	81
2006	1	6	10	5	1	8	8	4	27	1	23	94
2007	4	12	18	5	8	9	4	10	44	1	47	162
2008	4	14	10	3	15	11	8	8	49	2	39	163
2009	7	15	13	7	2	8	10	3	37	0	50	152
2010	9	8	10	3	5	4	20	7	33	1	43	143
2011	5	8	16	1	3	10	8	9	30	2	56	148
2012	8	12	14	5	2	12	9	7	31	0	55	155
2013	7	11	14	5	4	3	14	8	42	0	76	184
2014	11	10	13	2	3	9	6	13	50	3	58	178
2015	19	14	14	5	6	8	12	13	49	3	59	202
2016	21	11	7	4	4	3	7	5	51	2	86	201
2017	17	22	14	3	6	6	10	10	68	5	76	237
2018	9	22	22	5	4	3	16	7	69	2	60	219
2019	8	14	15	5	3	3	8	7	61	6	67	197

Год	Обозначение стратегии											Итого
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2020	7	5	8	4	3	6	8	6	35	3	38	123
2021	3	3	3	0	0	1	3	1	22	0	31	67
Итого	146	232	235	88	88	143	166	130	796	32	923	2 979

В целом стратегии интеграции охватывают 850 сделок (29 % от общего количества сделок в мире). Стратегии интеграции преобладали в период до 2004 года, что согласуется с уже полученным выводом о том, что пятая волна слияний и поглощений не является гомогенной и в более поздние периоды пятой волны преобладают сделки, связанные с выходом на рынок небольших компаний. Среди всех сделок данного типа наиболее распространенными являются сделки, связанные с реализацией стратегии горизонтальной интеграции внутри энергетики.

Сделки диверсификации составляют около 71 % от общего числа сделок (2129 сделок). Данные стратегии преобладают на рынке в период с 2005 года. Закономерно, что число сделок приобретения энергетическими компаниями финансовых организаций много меньше сделок приобретения финансовыми организациями энергетических компаний. Наибольшая активность сделок по мотиву диверсификации характерна для 2013–2014 годов.

На основании приведенных данных можем сделать вывод, что за рассматриваемый период на рынке слияний и поглощений имели место сделки слияний и поглощений всех выделенных типов, что говорит о том, что предложенная типология отражает реальную структуру рынка слияний и поглощений. Наибольшее число сделок характерно для стратегии приобретения финансовыми организациями предприятий энергетики (31 % от общего числа сделок в мире – стратегия 11), что подтверждает оправданность выделения стратегий 10 и 11 в отдельное множество. Также большое число сделок характерно для стратегии несвязанной диверсификации вне отрасли (27 % от общего числа сделок в мире – стратегия 9), что подтверждает оправданность разделения стратегий несвязанной диверсификации внутри отрасли и вне отрасли. В целом более половины сделок компаний связаны с двумя указанными типами стратегий.

Отдельно остановимся на динамике сделок в разрезе различных стратегий для Российской Федерации. Отобраны сделки, где хотя бы один из участников (инициатор или объект сделки) является российской компанией. Данные представлены в таблице 13 и охватывают период с 2000 по 2020 годы, что объясняется присутствием классифицированных сделок за эти периоды.

Таблица 13 – Статистические данные о числе сделок слияний и поглощений в электроэнергетике Российской Федерации, отнесенных к различным типам стратегий по годам (авт. на осн. [188])

Год	Обозначение стратегии											Итого
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2000	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
2004	0	0	1	0	1	0	0	1	1	0	2	6
2005	0	1	0	1	0	0	0	1	3	0	2	8
2006	0	0	0	1	1	0	3	1	3	0	4	13
2007	2	7	1	0	2	3	0	2	10	0	23	50
2008	1	6	0	1	9	1	1	2	21	0	16	58
2009	0	4	2	1	1	1	5	0	9	0	12	35
2010	3	4	1	0	0	0	11	0	6	0	9	34
2011	1	1	1	0	1	5	0	0	6	0	9	24
2012	1	3	1	2	0	4	1	0	10	0	9	31
2013	1	3	2	0	0	0	6	0	7	0	15	34
2014	2	3	1	1	0	3	0	6	8	2	3	29
2015	0	1	0	0	0	2	1	0	3	2	3	12
2016	0	2	0	0	0	0	1	0	2	0	4	9
2017	0	4	3	1	2	0	1	0	5	0	10	26
2018	1	0	1	0	0	0	0	0	6	0	1	9
2019	0	1	0	0	0	0	0	0	3	0	0	4
2020	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	3
Итого	12	40	14	10	18	19	30	14	103	4	122	386

Примечание: данные по 2001–2003 гг., а также 2021 г. не приводятся по причине отсутствия классифицированных сделок.

Анализируя распределение сделок слияний и поглощений в разрезе стратегий, отметим практически идентичное соотношение сделок по мотивам интеграции и диверсификации в России и мире. При этом в период до 2014 года, для которого характерно активное перераспределение активов в отрасли, распространены сделки по мотивам интеграции. После 2015 года более распространены стратегии диверсификации, что также соответствует общемировым тенденциям.

Характерными особенностями применяемых стратегий в рамках сделок слияний в Российской Федерации является большая распространенность стратегий «Горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации)», «Вертикальная интеграция «вперед» внутри отрасли» и «Вертикальная интеграция «вперед» вне отрасли (кроме финансов)», что может быть объяснено наличием значительного числа свободных средств у российских генерирующих компаний после проведения дополнительных эмиссий акций, что обусловило использование данных стратегий с целью наращивания контроля. Стратегия горизонтальной интеграции внутри генерации в Российской Федерации является менее распространенной по сравнению с миром в целом. Это может быть объяснено большой территориальной протяженностью единой энергетической системы России и связанной с этим невозможностью горизонтальной интеграции с территориально удаленных генерирующих мощностей.

Предложенная типология из 11 типов стратегий подтверждена на эмпирических данных. В различные периоды времени преобладали либо стратегии интеграции, либо стратегии диверсификации. В сравнении с общемировыми данными распространенность различных типов стратегий в Российской Федерации не имеет принципиальных различий, что свидетельствует о необходимости учета мирового опыта в формировании стратегий российских компаний.

Таким образом, разработана и подтверждена на эмпирических данных авторская типология стратегий, включающая 11 типов стратегий. Анализ статистических данных по сделкам слияний и поглощений в РФ показал, что все 11 типов стратегий реализованы в сделках слияний и поглощений, совершенных в 2004–2020 г. Наиболее часто используемыми стратегиями являются несвязанная диверсификация и приобретение финансовыми организациями предприятий электроэнергетической отрасли. Данная типология будет представлена в качестве одной из независимых переменных в моделях, определяющих результаты сделок слияний и поглощений.

ГЛАВА 2. МОДЕЛИРОВАНИЕ ПАРАМЕТРОВ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАТЕГИЧЕСКОМ ПЛАНИРОВАНИИ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО КОМПЛЕКСА

2.1. Методика расчета результата сделки слияния и поглощения в целях принятия решений о выборе стратегии развития предприятия

Процесс стратегического планирования на предприятиях электроэнергетического комплекса предполагает выбор стратегии развития предприятия, определение которой, в свою очередь, основывается на инструментах стратегического планирования. Результатом стратегического планирования для собственников в конечном счете является достижение стратегических целей и повышение эффективности деятельности предприятия. Предметом настоящего диссертационного исследования являются стратегии развития предприятия, основанные на использовании сделок слияний и поглощений. В отличие от стратегий органического роста, не предполагающих прямого участия других компаний, данные стратегии предполагают стратегическое взаимодействие с другими компаниями.

Поскольку осуществление сделок слияний и поглощений является необходимым условием реализации стратегии развития предприятия, оценка результата сделок слияний и поглощений является необходимой для анализа результатов применения стратегии развития предприятия. В связи с этим необходимо обратиться к вопросу о методах оценки результата сделок слияний и поглощений.

В научных исследованиях можно встретить три основных метода оценки результата сделок слияний и поглощений:

- 1) *метод событий* (Aybar, Capron, Haleblan, Тао, Григорьева, Назарова и др.);
- 2) *метод анализа финансовой отчетности* (Francis, Knauer, Tunyi, Родионов, Рябова и др.);
- 3) *стоимостной подход* (Cuipers, Рогова, Назарова и др.).

Обращаясь к анализу *метода событий*, укажем, что данный метод исторически появился первым. Основной переменной в данном методе является кумулятивная избыточная доходность (CAR), вычисляемая как накопленная разница доходности рассматриваемого актива и рыночного индекса. Положительная кумулятивная избыточная доходность существует в том случае, если в ответ на появление данных о проведении сделки разница между динамикой доходности компании и доходности рыночного индекса является положительной на определенном временном интервале (чаще всего 1–21 день до сделки и(ли) 1–21 день после сделки). В таблице 14 приведены данные об исследованиях, использующих метод событий для оценки сделок слияний и поглощений. В выборку авторов для обзора включены только исследования, опирающиеся на достаточно обширную эмпирическую базу, включающую сотни или тысячи сделок слияний и поглощений. Также включен метод, наиболее близкий к методу событий, а именно премии к цене, предложенной покупателем.

Таблица 14 – Переменные, используемые в методе событий (авт.)

Автор и год исследования	Переменная	Момент сделки, по отношению к которому рассчитывается переменная	Продолжительность временного промежутка, дни*	Обнаружена ли избыточная доходность или положительное значение bid premium
С.А. Григорьева, 2014 [161, с. 34–45]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-20,+20)	Да
С.А. Григорьева, 2019 [160, с. 7–18]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-1,+1)	Да, для компаний большого объема
Н.Н. Маричева, 2017 [81, с. 68–82]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-7,+7) (-3,+3) (-1,+3)	Да
В.В. Назарова, 2015 [86]	Разница между предложенной ценой за акцию и рыночной ценой за акцию за 3 месяца до сделки	Официальное объявление о сделке	(-90,0)	Да

Автор и год исследования	Переменная	Момент сделки, по отношению к которому рассчитывается переменная	Продолжительность временного промежутка, дни*	Обнаружена ли избыточная доходность или положительное значение bid premium
И.М. Партин, 2015 [94, с. 63–81]	Кумулятивная избыточная доходность	Дата завершения сделки	(-15, +1), (-1, +1), (-1, +15)	Да
И.В. Скворцова, 2020 [178, с. 35–57]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-15, +15), (-5, +5), (-3, +3)	Да
Е.В. Чиркова, 2012 [136]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(+2, +2), (-14, +2)	Да
В. Aybar, 2009 [144, с. 1317–1338]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-10...-1, 0...+10)	Да
L. Capron, 2007 [149, с. 891–911]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-20...0, 0...+10)	Да
J.J. Haleblan, 2017 [162, с. 2237–2259]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-2, +2), (-1, +1), (0, +1)	Да
F. Tao, 2017 [182, с. 189–202]	Кумулятивная избыточная доходность	Официальное объявление о сделке	(-5...0, 0...+5)	Да

* Первое число с отрицательным знаком означает число дней до момента сделки, по отношению к которому рассчитывается переменная, а второе число с положительным знаком – число дней после момента сделки, по отношению к которому рассчитывается переменная

Под кумулятивной избыточной доходностью понимают разницу между доходностью рассматриваемой ценной бумаги и доходностью рыночного индекса за определенный период. Использование данного метода позволяет отследить «избыточную» по сравнению с рынком доходность акций рассматриваемой компании в моменты, связанные с проведением сделок слияний и поглощений. Под премией к цене, предложенной покупателем, понимается превышение цены, уплаченной в расчете на одну акцию покупателем, над текущей рыночной ценой акции рассматриваемой компании.

Проведенный анализ исследований, использующих метод событий для оценки результата сделок слияний и поглощений, позволил прийти к следующим выводам:

1) метод событий продолжает широко использоваться исследователями сделок слияний и поглощений и позволяет прийти к статистически значимым результатам;

2) подавляющее большинство исследователей используют дату официального объявления о сделке, но также может быть использована дата осуществления сделки (завершения сделки) или дата появления первых сведений о сделке;

3) исследователи используют разные окна наблюдений, преимущественно небольшие (не более трех месяцев до и после рассматриваемого события).

Во всех рассмотренных исследованиях авторам удалось найти подтверждение существования избыточной доходности сделок слияний и поглощений над рыночной доходностью, что свидетельствует о том, что в ответ на появление сведений о проведении сделки динамика темпа роста акций рассматриваемой компании статистически выше динамики темпа роста фондового индекса.

Метод событий, таким образом, используется для характеристики реакции рынка на появление официальной информации о сделках слияний и поглощений, измеряемой как разница между динамикой цены акции рассматриваемой компании и динамикой фондового индекса. Обнаружение избыточной доходности данным методом может свидетельствовать о том, что сделки слияний и поглощений, как правило, оказывают положительное влияние на рыночную капитализацию компаний.

Вместе с этим переменная кумулятивной избыточной доходности или ее модификации не могут быть использованы в качестве переменной, отражающей результат сделок слияний и поглощений для целей настоящего исследования в связи с тем, что данный метод оценивает реакцию рынка, то есть доходность покупки и продажи акций рассматриваемой компании в сравнении с инвестированием в рыночный индекс. Метод событий, таким образом, ориентирован на портфельных инвесторов, что не отвечает задачам настоящего исследования.

Вместе с тем необходимо выделить следующие компоненты метода событий, которые могут быть использованы в данном диссертационном исследовании.

Во-первых, оправданным является анализ относительных переменных, позволяющих сравнить различные по размеру компании. Во-вторых, переменные, значимость влияния которых на кумулятивный избыточный доход подтверждена в предыдущих исследованиях, могут быть использованы для проверки статистической значимости гипотез, выдвигаемых в рамках данного диссертационного исследования.

Метод анализа финансовой отчетности предполагает анализ показателей финансовой отчетности компаний до и после совершения сделки. Цель данного метода состоит в оценке результатов объединения компаний. Набор финансовых показателей, который используется для проведения оценки, может варьироваться в различных исследованиях. В таблице 15 представлены основные переменные, используемые в методе анализа финансовой отчетности. В указанной таблице использованы следующие обозначения:

EBITDA – величина прибыли до вычета процентов, налогов и амортизационных платежей;

ΔWC – изменение величины операционного капитала;

Market Value of Equity – рыночная стоимость собственного капитала;

Long Term Debt – величина долгосрочного заемного капитала;

EBIT – прибыль до вычета налогов и процентов;

Book Value of Equity – величина собственного капитала по данным бухгалтерского учета;

Total Revenue – общая выручка.

Таблица 15 – Переменные, используемые в методе анализа финансовой отчетности (авт.)

Автор и год исследования	Основные использованные переменные
Р.М. Абузов, 2015 [14]	$\frac{\text{ЕВITDA}}{\text{Выручка}};$ $\frac{\text{ЕВITDA}-\Delta\text{WC}}{\text{Выручка}};$ $\frac{\text{ЕВITDA}}{\text{Величина активов по данным бухгалтерского учета}};$ $\frac{\text{ЕВITDA}-\Delta\text{WC}}{\text{Величина активов по данным бухгалтерского учета}};$
В.Б. Михальчук, 2020 [169, с.69–79]	$\frac{\text{ЕВIT}}{\text{Выручка}};$
И.И. Родионов, 2015 [108, с. 98–110]	Изменение ставки дисконтирования компании после сделки (вариации модели CAPM)
Е.В. Рябова, 2017 [110]	$\frac{\text{Market Value of Equity}+\text{Long Term Debt}}{\text{ЕВIT}};$ $\frac{\text{Market Value of Equity}+\text{Long Term Debt}}{\text{Book Value of Equity}+\text{Long Term Debt}};$ $\frac{\text{Market Value of Equity}+\text{Long Term Debt}}{\text{Total Revenue}}$
J. Francis, 2016 [158, с. 1298–1330]	Схожесть и сравнимость бухгалтерской отчетности; Показатели экономического развития страны; Показатели развития национального рынка капиталов; Показатели защиты прав инвесторов; Показатели открытости экономики государства
A. Tunyi, 2017 [183]	Показатели экономического развития страны; Показатели развития национального рынка капиталов; Показатели, характеризующие макроэкономическую политику государства; Величина активов компании, ROA, темп роста объемов продаж
Т. Knauer, 2018 [164]	Денежный поток от операционной деятельности; Темп роста объемов продаж; Рентабельность инвестированного капитала; Рентабельность акционерного капитала; Размер дивидендных выплат

Можно отметить существенно меньшее число работ, в рамках которых использован данный метод, что частично объясняется большим объемом и сложностью сбора и первичной обработки информации, необходимой для проведения вычислений в рамках метода анализа финансовой отчетности. Кроме того, можно предположить, что ряд исследователей испытывают недоверие к показателям фи-

нансовой отчетности, предполагая возможность манипулирования ими (особенно до момента заключения сделки), что также снижает его популярность. Проблема недоверия к показателям бухгалтерской отчетности решается рядом авторов [158, с. 1298–1330; 183] путем использования в анализе макроэкономических показателей, которые имеют отношение к стране, к которой принадлежит компания, являющаяся объектом сделки.

Метод анализа финансовой отчетности также не может быть использован для целей настоящего диссертационного исследования, поскольку его предметом исследования является выявление или измерение синергетического эффекта после сделки, а целью настоящего диссертационного исследования является принятие решений относительно стратегии развития бизнеса. Для вычислений авторы используют схожий по сравнению с методом кумулятивной избыточной доходности набор переменных, а именно показатели выручки, прибыли (ЕБИТ или ЕБИТДА), а также стоимость активов компании, измеряемую различными способами. Кроме того, ряд авторов, как упомянуто выше, используют макроэкономические показатели. Таким образом, получено подтверждение, что данные показатели влияют на величину синергетического эффекта в течение некоторого времени (два-три года) после сделки. Можно выдвинуть гипотезу, что эти показатели могут оказывать влияние и на цену сделки и, таким образом, могут быть использованы при выборе решений компаний о расширении бизнеса с использованием сделок слияний и поглощений.

Основная идея *стоимостного подхода* состоит в том, что ключевой задачей фирмы является создание стоимости для владельцев или акционеров. В рамках стоимостного подхода чаще всего используют модели экономической прибыли, экономической добавленной стоимости или добавленной прибыли. В таблице 16 представлены основные переменные, используемые в стоимостном подходе.

Таблица 16 – Переменные, используемые в стоимостном подходе (авт.)

Автор и год исследования	Базовый показатель	Комментарий
Р.М. Абузов, 2015 [14]	Экономическая прибыль	Доходность инвестированного капитала и средневзвешенная стоимость капитала компании
Д.А. Ендовицкий, 2007 [58]	Добавленная стоимость	Чистая текущая стоимость вновь созданной компании в сравнении с суммой стоимостей исходных компаний
Л.И. Зухурова, 2007 [63]	Инвестиционная стоимость	Инвестиционная стоимость объединенной компании и инициатора сделки
В.В. Назарова, 2015 [86]	Чистая стоимость поглощения	Стоимость объединенной компании за минусом суммы стоимостей исходных компаний, а также премии за объединение и издержек слияния и поглощения
М.Г. Поликарпова, 2012 [96]	Стоимость по методу дисконтированных денежных потоков	Оценка денежных потоков по модели Гордона с постоянным темпом роста
Е.М. Рогова, 2015 [107, с. 27–50]	Фундаментальная стоимость компании	Прирост стоимости для каждой из компаний, участвующих в сделке
М.А. Соколов, 2010 [117]	Коэффициент синергии	Относительный рост денежных потоков в результате объединения компаний
I. Cuypers, 2017 [153, с. 609–625]	Эффект различия опыта в слияниях и поглощениях	Различие опыта в проведении сделок слияний и поглощений влияет на результат сделки для инициатора и объекта

На основании анализа исследований, использующих стоимостной подход, мы приходим к выводу о том, что данный метод характеризуется неустоявшейся терминологией, а также высокой распространенностью в силу небольшого числа требуемых показателей (оценка может быть произведена для одной сделки, при этом большая часть показателей объединенной компании прогнозируется экспертным методом). Кроме того, распространенность данного метода также может быть объяснена его нацеленностью на оценку перспектив компании после объединения, что соответствует интересам владельцев как участников сделки, так и объединенной компании. Вместе с тем, данный метод не может быть применен для целей настоящего исследования, поскольку он акцентируется на создании стоимости после проведения сделки, а не на формировании стратегии компании.

Необходимым этапом обзора факторов, от которых зависит результат сделки и выбор стратегии, является анализ источников, исследующих сделки слияний и поглощений в электроэнергетике. Данные систематизированы в таблице 17.

В исследованиях сделок слияний и поглощений в электроэнергетике используются общепринятые методы (событий, анализа финансовой отчетности, стоимостной подход). В качестве объясняемых и объясняющих переменных используются ряд специфических для электроэнергетики показателей, в частности выработка электроэнергии и цены на энергоресурсы. В то же время, эти переменные измеряют параметры реорганизованной компании, что не соответствует целям настоящего диссертационного исследования, в котором факторы должны измерять показатели, соответствующие периоду до завершения сделки.

Таблица 17 – Исследования, связанные с анализом сделок слияний и поглощений в электроэнергетике (авт.)

Автор и год исследования	Подход	Основные результаты
J. Becker-Blease, 2008 [145, с. 21–53]	Метод событий	Не подтверждено наличие кумулятивной избыточной доходности
S. Brahma, 2018 [148, с. 1–38]	Метод событий	Подтверждено наличие кумулятивной избыточной доходности
Г.С. Чеботарева, 2018 [151, с. 905–916]	Стоимостной подход	Оценка вероятности дефолта с целью формирования целевой доходности капитала. Также проведена оценка ожидаемого изменения капитала объединенной компании с учетом фактора риска
J. Kwoka, 2010 [166, с. 645–656]	Метод анализа финансовой отчетности	Результатом слияний и поглощений является рост производственных показателей (выработка электроэнергии)
A. Samitas, 2008 [176, с. 191–201]	Метод событий	Кумулятивный избыточный доход зависит от стран, к которым принадлежат участники сделок и статистически отличается для трансграничных сделок
J. Somaiya, 2019 [179, с. 46–52]	Метод анализа финансовой отчетности	Подтверждено улучшение показателей прибыли после осуществления сделок слияний и поглощений
V. Widianova, 2021 [184, с. 150–161]	Метод событий	Подтверждено наличие кумулятивного избыточного дохода для сделок слияний и поглощений электроэнергетических компаний в мире
Е.А. Федорова, 2014 [130, с. 12–21]	Метод событий	Подтверждено наличие кумулятивного избыточного дохода для слияний и поглощений в электроэнергетике Российской Федерации
Е.А. Федорова, 2015 [129, с. 665–669]	Метод событий	Подтверждено влияние на кумулятивную избыточную доходность факторов, связанных с финансовым рынком и цен на энергоресурсы

Таким образом, по результатам обзора можно сделать вывод, что существующие методы не могут быть использованы для оценки результата сделки в целях выбора стратегии. Следовательно, требуется разработать показатель, кото-

рый будет использован для обоснования выбора стратегии предприятия – участника сделок слияний и поглощений, а также систему факторных переменных.

Показатель результата сделки должен одновременно удовлетворять следующим условиям:

- 1) быть основанным на данных, находящихся в доступных базах данных;
- 2) должен являться относительной величиной для обеспечения возможности сравнения разных по величине компаний;
- 3) учитывать величину доли, которая приобретена в ходе сделки;
- 4) иметь максимальную корреляцию с ценой сделки;
- 5) иметь связь с величиной активов компании.

Для формирования модели расчета будущего показателя результата сделки предварительно отобраны показатели, которые удовлетворяют этим условиям. Выборка сделок слияний и поглощений, которая будет использоваться в исследовании, сформирована с помощью базы данных Zephyr на основе следующих критериев:

- 1) статус сделки (только завершённые сделки);
- 2) размер приобретаемого пакета (в результате приобретения под контролем должно оказаться от 25 процентов общей величины компании, что соответствует типологии стратегий развития предприятий электроэнергетики, реализуемых с помощью сделок слияний и поглощений, описанной §1.3);
- 3) отраслевая принадлежность (инициатор или объект сделки должны иметь двузначный отраслевой код NAICS2017 равный 22 (Utilities – производство и распределение электроэнергии, тепла и газа));
- 4) наличие данных по переменным, отражающим характеристики сделки и величину активов компании.

Для определения показателя, отвечающего условиям 2 и 3, предъявляемым к результату сделки, применена следующая последовательность действий:

- 1) выбор показателей, связанных с величиной активов компании;
- 2) коррекция цены сделки на величину приобретаемого пакета;

3) построение парных регрессионных уравнений зависимости цены сделки от показателей, характеризующих активы компании;

4) выбор показателя, для которого характерна максимальная объясняющая способность соответствующего регрессионного уравнения.

В качестве предварительных показателей рассматривались величина активов за минусом денежных средств (скорректированные активы), рыночная капитализация компании-объекта сделки, величины совокупных и чистых активов, а также величина акционерного капитала.

На первом этапе моделирования предлагаемой переменной проведен предварительный анализ имеющихся в базе данных переменных. В таблице 18 приведены описательные статистики по предварительным показателям, а также переменным цены сделки и приобретенной доли.

Таблица 18 – Описательная статистика переменных, потенциально применимых для результата сделки (авт. на осн. [188])

Переменная	Среднее	Медиана	Максимум	Число сделок
Цена сделки, тыс. евро	425 496	24 898	45 547 088	1 627
Приобретенная доля, %	58	50	100	1 627
Цена сделки, приведенная к 100 % пакета, тыс. евро	849 792	62 327	69 826 276	1 627
Скорректированные активы, тыс. евро	1 000 765	84 230	59 163 188	1 624
Рыночная капитализация, тыс. евро	515 000	309 411	130 000 000	253
Совокупные активы, тыс. евро	969 101	69 058	79 127 200	1 624
Чистые активы, тыс. евро	1 322 877	242 220	28 402 275	196
Акционерный капитал, тыс. евро	409 360	23 503	28 402 275	1 621

Показатель рыночной капитализации имеет малое число наблюдений, поскольку данный показатель доступен только для публичных компаний. Значительное число пропусков в исходной базе данных Zephyr по показателю чистых активов можно объяснить сложностью сбора данных.

Цена отдельных сделок находится в достаточно большом разбросе относительно среднего и медианного значения, что подтверждает ранее сделанный вывод о том, что на рынок слияний и поглощений выходят небольшие участники. Минимальная приобретенная доля, равная 0,003 %, соответствует сделке, в результате которой итоговый пакет компании стал равным 25 %, следовательно,

данная сделка также связана с реализацией стратегии компании, связанной с получением стратегического контроля.

Показатель «Цена сделки / приобретенная доля» (далее – EV) получен путем деления цены сделки на приобретенную долю и представляет собой цену сделки, приведенную к 100 % пакета.

Показатель скорректированных активов (EVm) представляет собой величину совокупных активов компании за минусом денежных средств. Данный показатель является распространенной в деловой практике и предложен организацией Mergerstat [41, с. 22]. Совершая сделку слияния и поглощения, организация приобретает контроль и над денежными средствами компании-цели. По сути, оплачивая цену сделки, равную x и получая компанию с денежными средствами y , компания может воспользоваться этими денежными средствами, что означает получение активов в сумме $(x-y)$.

В качестве переменных, с которыми можно сравнивать скорректированную на приобретенную долю цену сделки (EV) можно использовать переменные скорректированных активов (EVm), совокупных активов (TAT) и акционерного капитала (SHFT). Оставшиеся переменные из таблицы 18 не включены в анализ по причине недостаточного числа наблюдений. Характеристики парных регрессионных уравнений, в которых зависимой переменной является скорректированная на приобретенную долю цена сделки, а независимыми – показатели, связанные с величиной активов, представлены в таблице 19.

Таблица 19 – Характеристики регрессионных уравнений (выбор показателя, наиболее тесно связанного со скорректированной на приобретенную долю ценой сделки) (авт. на осн. [188])

Зависимая переменная	α	β	t-статистика (вер-ть)	R ² , %
1. Скорректированные активы	-92 234	0,90	0,0004	93,98
2. Совокупные активы	31 099	0,63	0,0004	28,02
3. Акционерный капитал	314 609	1,77	0,0004	26,33

Построение парных регрессионных уравнений, где объясняемой переменной является скорректированная на приобретенную долю цена сделки (EV), а в качестве объясняющих, позволило получить максимальный коэффициент детер-

минации, равный 93,98 %, для переменной скорректированных активов (EVm). Таким образом, скорректированная на приобретенную долю цена сделки в наибольшей степени соответствует критерию 4 выбора показателя результата сделки. Данный вывод может быть объяснен тем, что приобретение компании означает и передачу долговых обязательств, которые затруднительно будет получить компании-инициатору сделки. Иными словами, одним из мотивов сделки может быть приобретение контроля над долговыми обязательствами, которые получены на выгодных условиях.

Для обоснования предлагаемого показателя относительной надбавки к величине скорректированных активов введена переменная абсолютной величины надбавки к цене сделки, представляющая собой разницу между приведенной к 100 %-ному пакету ценой сделки (EV) и скорректированными активами (EVm).

$$EVd = EV - EVm \quad (1)$$

Положительная величина надбавки к цене сделки (1) будет означать, что компания приобретена за цену больше скорректированных активов, отрицательная – за цену меньше стоимости скорректированных активов.

Введение абсолютной величины надбавки (EVd) позволяет перейти далее к искомому показателю относительной надбавки к величине скорректированных активов (EVr), который будет играть ключевую роль в измерении влияния различных факторов на результат сделки.

$$EVr = \frac{EVd}{EVm} \cdot 100 = \frac{EV - EVm}{EVm} \cdot 100 \quad (2)$$

Относительная надбавка к величине скорректированных активов (2) показывает, какая сумма в процентах от скорректированных активов уплачена при приобретении компании. Такой подход отличается от принятой в финансовом анализе оценки премии, вычисляемой как разница фактически уплаченной и справедливой цены [46]. Данная переменная использована в качестве объясняемой в регрессионных уравнениях, представленных в данном исследовании. Применение данного показателя позволит далее разработать механизм выбора страте-

гии компании, поскольку стратегии, которые являются предметом данного исследования, реализуются путем совершения сделок слияний и поглощений.

Далее проведен анализ описательной статистики переменной относительной надбавки (EVr). Предварительно для целей фильтрации «выбросов» из общей базы исключены сделки с надбавкой выше 100 %. Гистограмма распределения переменной относительной надбавки приведена на рисунке 4.

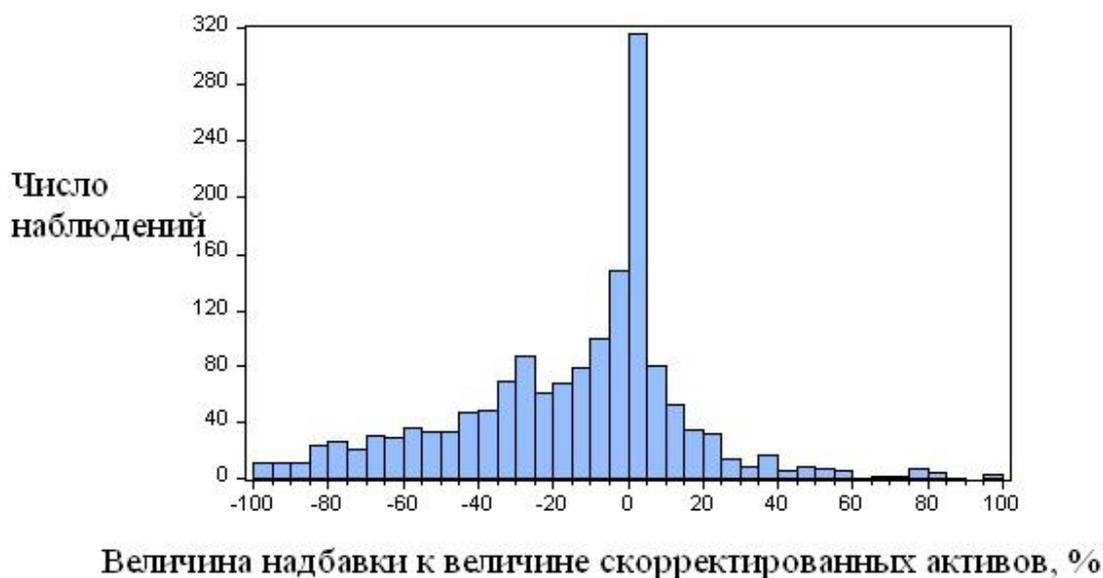


Рисунок 4 – Статистическое распределение показателя «относительная надбавка к величине скорректированных активов» (сделки с участием предприятий электроэнергетического комплекса) (авт. [99])

Наиболее часто встречающаяся надбавка – от 0 до 5 %, чаще встречаются отрицательные по величине надбавки. Анализ данных относительно статистического распределения относительной надбавки к величине скорректированных активов показывает, что средняя величина надбавки составляет $-15,1\%$, величина медианной надбавки составляет $-7,3\%$. Распределение величин надбавок отличается от величины нормального распределения. Отрицательная величина надбавки может быть объяснена значительной величиной основных фондов в электроэнергетике, специфика которых во многих случаях не предполагает возможности их уменьшения даже в долгосрочном периоде (см. §1.1). Это приводит к возникновению избыточных производственных мощностей, которые не учитываются при определении цены сделок покупателями подобных предприятий.

Таким образом, показатель надбавки к величине скорректированных активов может быть использован для обоснования выбора стратегии компании, поскольку его расчет подразумевает использование показателей, находящихся в наиболее тесной связи с ценой сделки.

Можно предположить, что для разных типов стратегий, реализуемых посредством сделок слияний и поглощений (типология стратегий приведена в §1.3), величина относительной надбавки отличается. Расчеты, выполненные для проверки данной гипотезы, представлены в таблице 20.

Наибольшая медианная величина надбавки к величине скорректированных активов характерна для стратегий вертикальной интеграции «вперед» вне отрасли, а также для вертикальной интеграции «назад» внутри отрасли. Наименьшая медианная величина надбавки характерна для стратегии приобретения финансовыми организациями энергетических компаний.

Таким образом, предлагаемый показатель надбавки к величине скорректированных активов статистически отличается для различных типов стратегии компании. Поэтому приведенный показатель должен быть учтен в составе факторов, влияющих на выбор стратегии. Данный расчет дополнительно подтверждает объективность разработанной автором типологии стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса, основанных на слияниях и поглощениях.

Таблица 20 – Значения средней и медианной величин относительной надбавки в зависимости от типа стратегии (электроэнергетический комплекс) (авт. на осн. [188])

Код	Название стратегии	Средняя величина надбавки, %	Медианная величина надбавки, %	Число сделок
1	Горизонтальная интеграция внутри энергетики (генерация)	-13,93	-8,88	122
2	Горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации)	-14,07	-5,07	139
3	Горизонтальная диверсификация внутри генерации	-15,39	-5,25	171
4	Вертикальная интеграция "назад" внутри отрасли	-7,36	0,00	61
5	Вертикальная интеграция "вперед" внутри отрасли	-10,28	-2,50	56
6	Несвязанная диверсификация внутри отрасли	-15,41	-9,42	121

Код	Название стратегии	Средняя величина надбавки, %	Медианная величина надбавки, %	Число сделок
7	Вертикальная интеграция "назад" вне отрасли (кроме финансов)	-21,01	-11,83	64
8	Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов)	-8,51	-3,12	103
9	Несвязанная диверсификация вне отрасли	-15,79	-8,54	474
10	Приобретение энергетическими компаниями финансовых организаций	-2,37	0,02	19
11	Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний	-19,59	-12,18	242
Все стратегии		-15,10	-7,30	1 572

В данном разделе обосновано использование показателя относительной надбавки к величине скорректированных активов как показателя, с помощью которого можно оценивать результат сделки слияния и поглощения в целях принятия решений о выборе стратегии развития предприятия. Этот показатель будет далее рассматриваться как зависимая переменная в моделях, на основе которых могут быть получены прогнозные параметры сделок и осуществлен выбор направления стратегического развития.

2.2. Выбор и обоснование системы факторов, влияющих на решения о выборе сделок слияний и поглощений. Подходы к моделированию факторов влияния внешней среды

На основе систематизации показателей, использованных авторами при моделировании сделок слияний и поглощений с помощью метода событий, метода анализа финансовой отчетности, а также стоимостного подхода, выдвигается гипотеза о необходимости разделения переменных, от которых может зависеть результат сделок слияний и поглощений, на следующие пять групп:

Группа 1. Переменные, отражающие характеристики компании-объекта сделки;

Группа 2. Переменные, отражающие характеристики компании-инициатора сделки;

Группа 3. Переменные, отражающие временные промежутки между датами появления первых сведений, официальным объявлением и завершением сделки;

Группа 4. Переменные, отражающие состояние внешней среды в момент заключения сделки;

Группа 5. Переменные, соответствующие реализуемой стратегии компании [99, с. 118–125].

Как обосновано в §2.1, в качестве объясняемой переменной будет использоваться показатель относительной надбавки к величине скорректированных активов (EVr) (далее – надбавка). В данном пункте также обоснована методика фильтрации статистических выбросов и показано, что в наиболее тесной зависимости показатель надбавки находится к величине скорректированных активов.

На первом этапе исследования в каждую группу факторов включен широкий набор переменных. С учетом этого обстоятельства для каждой группы переменных 1–5 применена процедура пошагового моделирования, при которой в модель последовательно добавляются переменные следующих групп. Такая разновидность метода позволяет существенно сократить число необходимых переборов [15, с. 156]. В процессе выполнены следующие стадии расчетов:

1) выбор основных независимых переменных (переменные группы 1, связанные с компанией – объектом сделки): переменные представлены в таблице 21, регрессионные уравнения – в таблицах 22–23;

2) добавление независимых переменных, связанных с характеристиками компании – инициатора сделки (группа 2, переменные представлены в таблице 24, уравнения – в таблице 25);

3) добавление независимых переменных, связанных с временными промежутками, относящимися к моментам заключения сделки, и параметрами долгового рынка (группа 3, переменные представлены в таблице 26);

4) добавление независимых переменных, связанных с характеристиками внешней среды (группа 4, таблицы 27, уравнения – в таблице 28);

5) добавление независимых переменных, относящихся к характеристикам стратегии развития организации, реализуемой в ходе сделок слияний и поглощений (группа 5, уравнения представлены в таблице 29).

На первой стадии выбора переменных группы 1 в отбор включен широкий набор, связанных с величиной активов и обязательств компании, содержащийся в публикуемых Zephyr данных о сделках слияний и поглощений. Статистические данные относительно переменных, использованных для построения регрессионных уравнений, приведен в таблице 21.

Таблица 21 – Описательная статистика переменных, использованных для отбора на стадии 1 (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	в миллионах евро			
		Среднее	Медиана	Минимум	Максимум
1. Совокупные активы компании-объекта сделки	TAT	1 151	65	0	79 127
2. Чистые активы компании-объекта сделки	NAT	1 387	265	-426	24 861
3. Акционерный капитал компании-объекта сделки	SHFT	483	25	-2 568	22 193
4. Рыночная капитализация компании-объекта сделки	MARCAPT	1 976	345	1	38 486
5. Текущие обязательства компании-объекта сделки	CURLIAT	262	15	0	27 065
6. Выручка компании-объекта сделки	TRT	408	22	0	47 543
7. Прибыль компании-объекта сделки до вычета процентов, налогов и амортизационных отчислений	EBITDAT	91	4	-700	7 164
8. Прибыль компании-объекта сделки до уплаты налогов и процентов	EBITT	35	1	-1 137	5 033
9. Прибыль компании-объекта сделки до уплаты налогов	PBTT	38	1	-1 478	7 104
10. Прибыль компании-объекта сделки после уплаты налогов	PATT	34	1	-1 448	7 241
11. Чистая прибыль компании-объекта сделки	NIT	65	5	-1 104	3 924

Определение влияния переменных группы 1 на показатель надбавки разбито на два этапа (переменные 1–5, относящиеся к активам, и переменные 6–11, относящиеся к выручке и прибыли компании). Данные группы переменных соотносят-

ся с индикаторами устойчивого развития предприятий электроэнергетики [165], что соответствует выделенной автором настоящего исследования гипотезе о необходимости соответствия стратегий предприятий электроэнергетического комплекса стратегическим задачам развития отрасли.

На основе анализа таблицы 21 можно выделить переменные под номерами 1–5, относящихся к активам компании. Для всех показателей характерен существенный разброс, что свидетельствует о том, что в сделках участвуют компании, размер которых отличается существенно. В связи с этим в рамках моделирования принято решение о построении регрессионных моделей, в которых независимой переменной является величина надбавки, а зависимой переменной – логарифм каждой из переменных 1–5. Использование логарифмов позволяет построить уравнения в эластичностях, поскольку объясняемая переменная (относительная надбавка к величине скорректированных активов) выражена в виде относительной величины. Для отрицательных значений переменных величина логарифма принята равной нулю. Комбинации указанных переменных 1–5 невозможны, так как в силу их тесной корреляции и наличия линейных взаимосвязей возникла бы проблема мультиколлинеарности. Таким образом, получено пять регрессионных уравнений, имеющих вид:

$$EVr = \alpha + \beta X \quad (3)$$

где X – логарифмы переменных 1–5 соответственно.

Характеристики данных уравнений приведены в таблице 22.

Таблица 22 – Характеристики регрессионных уравнений (выбор показателя, связанного с величиной активов компании на стадии 1) (авт. [100])

Переменная	Обозначение	α	β	t-статистика (вер-ть)	R ² , %
1. Совокупные активы компании-объекта сделки	TAT	6.60	-1.90	0.0000	2.75
2. Чистые активы компании-объекта сделки	NAT	-10.87	-0.64	0.4451	-0.20
3. Акционерный капитал компании-объекта сделки	SHFT	-2.53	-1.02	0.0009	0.89
4. Рыночная капитализация компании-объекта сделки	MARCAPT	-37.03	1.34	0.1126	0.60
5. Текущие обязательства компании-объекта сделки	CURLIAT	5.54	-2.12	0.0000	3.71

На основе анализа получившихся уравнений мы приходим к выводу, что для дальнейшего анализа могут быть использованы величины логарифма общих активов (TAT) и величины текущих обязательств (CURLIAT), поскольку в соответствующих уравнениях коэффициент детерминации имеет максимальное значение. Показатель акционерного капитала (SHFT) исключен из анализа, поскольку имеет значительно более низкий коэффициент детерминации соответствующего уравнения. Оставшиеся показатели (объем чистых активов (NAT) и рыночная капитализация (MARCAPT)) не оказывают значимого влияния на величину надбавки. Это можно объяснить тем, что рыночная капитализация зависит от конъюнктуры фондового рынка, имеющей во многом краткосрочный характер, а при принятии решений о проведении сделок слияний и поглощений имеет значение не только величина собственных, но заемных средств компании, так как большая величина долга, полученного под невысокий процент, снижает величину средневзвешенной стоимости капитала компании.

Отрицательный коэффициент при переменной совокупных активов (TAT) в получившихся уравнениях означает, что рост величины совокупных активов статистически связан с более низкой величиной надбавки. Более крупные компании имеют меньшее количество потенциальных покупателей, имеющих достаточный объем средств для осуществления сделки, что означает более низкий спрос на такие компании.

Отрицательный коэффициент при переменной текущих обязательств (CURLIAT) подтверждает, что компании с более высокой величиной текущих обязательств продаются с меньшей величиной надбавки. Это свидетельствует, что компании с большей долговой нагрузкой являются менее привлекательными с позиции участия в сделках слияний и поглощений.

На следующем этапе отбора переменных группы 1 проведено моделирование регрессионных уравнений для показателей 6–11, отражающих операционную деятельность компании. С учетом характера независимых переменных использованы относительные коэффициенты, представляющие собой показатели рента-

бельности выручки, активов и других величин. В качестве знаменателя в формулах выбрана величина скорректированных активов, поскольку она, как показано выше, находится в наиболее тесной зависимости с величиной цены сделки, скорректированной на приобретенную долю (EV). Таким образом, появляется возможность нахождения зависимости между надбавкой и показателями рентабельности, при этом независимая и зависимая переменные имеют идентичные единицы измерения (проценты).

Для решения задачи выбора переменных, отражающих операционную деятельность компании, построены регрессионные уравнения, включающие в себя переменные логарифма совокупных активов и логарифма текущих обязательств, отобранные на этапе анализа переменных 1–5 группы 1, а также показатели 6–11 из таблицы 21. Отобраны те из показателей 6–11, для которых не обнаружено мультиколлинеарности и коэффициенты при которых статистически не отличаются от нуля. Добавление переменных из числа показателей 6–11 в регрессионные уравнения проводилось по одной до того момента, пока скорректированный коэффициент детерминации продолжал увеличиваться. Полученные уравнения соответствуют характеристикам множественной линейной регрессионной модели. «Модель 1» включает в себя уравнения, в которых в качестве показателя, характеризующего размер активов компании, выбран размер совокупных активов, «Модель 2» – величина текущих обязательств. Результаты отбора переменных приведены в таблице 23.

Таблица 23 – Характеристики регрессионных уравнений (стадия 1) (авт. [100])

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Константа	C	7.3887	**	6.0254	**
Логарифм совокупных активов компании-объекта сделки	TATL	-1.9967	***	X	X
Логарифм текущих обязательств компании-объекта сделки	CURLIATL	X	X	-2.2106	***
Выручка ¹ , руб.	$\frac{TRT}{EVm}$	0.3848	***	0.4321	***

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Прибыль после уплаты налогов ¹ , руб.	$\frac{РАТТ}{EVM}$	0.5559	***	0.5758	***
Скорректированный коэффициент детерминации, %		4.3500	***	5.3600	***

Примечания:

¹Показатели приняты в расчете на 1 рубль скорректированных активов объекта сделки

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; «X» – переменная не включалась в модель.

В ходе моделирования переменных группы 1 получено два уравнения, каждое из которых включает коэффициент «отношение выручки к скорректированным активам», в обоих уравнениях данная переменная имеет положительное значение, что объясняется тем, что более привлекательная с позиции объема продаж компания является более привлекательной для покупателя в сделках слияний и поглощений, что означает готовность платить более высокую надбавку. Среди показателей прибыли наибольшую объясняющую способность имеет переменная «отношение прибыли после уплаты налогов к скорректированным активам»; коэффициент при данной переменной также положительный, что означает готовность покупателей уплачивать более высокую величину надбавки при покупке компаний, характеризующихся более высокой прибылью.

Для проверки качества оценивания всех регрессионных уравнений использовались следующие коэффициенты и тесты:

- 1) в целях проверки значимости переменных – t-статистика коэффициента при переменных (уровень значимости – 10 процентов);
- 2) для проверки значимости уравнения в целом – F-статистика регрессионного уравнения (уровень значимости – 5 процентов);
- 3) проверка правильности спецификации регрессионной модели – тест Рамсэя (Рэмси) (уровень значимости – 5 процентов);
- 4) для исключения мультиколлинеарности – коэффициент возрастания дисперсии (VIF) (граничное значение – менее 2).

Выбор уровней значимости для критериев t-статистика, F-статистика и теста Рамсэя осуществлен с учетом значимости для целей исследования выдвинутых

гипотез и соответствует рекомендации о выборе по умолчанию уровня значимости 5 % при допустимости выбора уровня значимости от 1 % до 10 % [90, с. 115]. Выбор граничного значения для коэффициента возрастания дисперсии обусловлен имеющимися рекомендациями [91, с. 58–63] по включению независимых переменных в модель.

Модель 1, включающая логарифм совокупных активов, имеет меньший скорректированный коэффициент детерминации, но более высокое значение вероятности коэффициента t-статистика в тесте Рамсея (56,27 %, что превышает пороговый уровень значимости в 5 %), что свидетельствует о более высоком качестве функциональной формы (спецификации) модели; модель 2, включающая логарифм текущих обязательств, имеет более высокий скорректированный коэффициент детерминации при более низком значении вероятности коэффициента t-статистика в тесте Рамсея (9,39 %), который, тем не менее, также свидетельствует о приемлемом качестве функциональной формы модели. Указанные две модели являются промежуточными и будут использоваться на следующих этапах.

На второй стадии отбора переменных (переменные группы 2) моделировались показатели, отражающие ключевые характеристики компании – инициатора сделки слияния и поглощения.

При моделировании показателей группы 2 использованы показатели, аналогичные показателям группы 1, но относящиеся к компании–инициатору сделки (таблица 24).

Таблица 24 – Описательная статистика переменных, использованных для отбора на стадии 2 (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	в миллионах евро			
		Среднее	Медиана	Минимум	Максимум
1. Величина совокупных активов инициатора сделки	TAA	11 899	494	0	415 000
2. Чистые активы инициатора сделки	NAA	3 692	826	-426	89 610
3. Акционерный капитал инициатора сделки	SHFA	5 859	231	-635	210 000
4. Рыночная капитализация инициатора сделки	MARCAPA	11 500	1 815	3	148 000

Окончание таблицы 24

Переменная	Обозначение	Среднее	Медиана	Минимум	Максимум
5. Объем текущих обязательств инициатора сделки	CURLIAA	1 627	66	0	57 750
6. Объем выручки инициатора сделки	TRA	3 607	63	-3	281 000
7. Прибыль инициатора сделки до вычета процентов, налогов и амортизационных отчислений	EBITDAA	413	9	-1 164	19 512
8. Прибыль инициатора сделки до уплаты налогов и процентов	EBITA	527	3	-1 358	24 603
9. Прибыль инициатора сделки до уплаты налогов	PBTA	615	13	-3 879	25 694
10. Прибыль инициатора сделки после уплаты налогов	PATA	503	10	-3 691	20 810
11. Чистая прибыль инициатора сделки	NIA	240	34	-3 691	8 242

На основе анализа таблицы 24 приходим к выводам, что значения переменных существенно отличаются в разрезе отдельных компаний, что вызывает необходимость использования логарифмов переменных для показателей, относящихся к активам (переменные 1–5 из таблицы 24). В ходе процесса моделирования не получено ни одного регрессионного уравнения, включающего переменные 6–11 из таблицы 24, которое бы характеризовалось значимым отличием от нуля коэффициента при соответствующей переменной. Исходя из этого сделан вывод о том, что показатели рентабельности активов или продаж компании–инициатора сделки не оказывают существенного влияния на величину надбавки.

В соответствии с принятым алгоритмом моделирования, на этапе включения в модель переменных группы 2 использовались уравнения, полученные по результатам добавления переменных группы 1. Переменные группы 2 добавлялись по одной до того, пока скорректированный коэффициент детерминации увеличивался. Результаты построения регрессионных уравнений, относящихся к переменным группы 1 и 2, представлены в таблице 25.

Таблица 25 – Характеристики регрессионных уравнений (выбор показателя, связанного с характеристиками инициатора сделки на стадии 2) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Константа	C	1.8167	***	0.3364	***
Логарифм совокупных активов компании-объекта сделки	TATL	-2.4359	***	X	X
Логарифм текущих обязательств компании-объекта сделки	CURLIATL	X	X	-2.4958	***
Выручка ¹ , руб.	$\frac{TRT}{EVm}$	0.4032	***	0.4460	***
Прибыль после уплаты налогов ¹ , руб.	$\frac{PAT}{EVm}$	0.5676	***	0.5846	***
Логарифм совокупных активов компании – инициатора сделки	TAAL	0.8181	***	X	X
Логарифм текущих обязательств компании – инициатора сделки	CURLIAAL	X	X	0.7737	***
Скорректированный коэффициент детерминации, %		5.0200	***	5.8800	***

Примечания: ¹Показатели приняты в расчете на 1 рубль скорректированных активов объекта сделки; *** $p < 0,01$; «X» переменная не включалась в модель.

Включение в модель показателей, относящихся как к объекту, так и к инициатору сделки, является особенностью авторского подхода. На основе анализа моделей 1 и 2, представленных в таблице 25, приходим к выводу о целесообразности добавления в модель показателей, относящихся к компании – инициатору сделки, поскольку скорректированный коэффициент детерминации на данном шаге (добавление переменных группы 2) увеличивается. Обе модели характеризуются значимостью всех включенных в них коэффициентов на уровне 1 %, а также приемлемой спецификацией в соответствии с результатами теста Рамсея.

Положительный коэффициент при переменной «Логарифм совокупных активов компании – инициатора сделки» в модели 1 означает, что более крупные компании, выступая инициаторами сделок, уплачивают статистически более высокую величину надбавки. Объясняем это тем, что подобные компании имеют большие возможности для финансирования сделок.

Положительный коэффициент при переменной «Логарифм текущих обязательств компании – инициатора сделки» в модели 2 означает, что инициаторы

сделок слияний и поглощений, имеющие большой объем текущих обязательств, уплачивают статистически большую величину надбавки. Следовательно, в ходе проведения сделок продавец как заинтересованная сторона, может учитывать этот факт для назначения более высокой цены продажи предприятия (доли).

На третьей стадии проведена выборка переменных, относящихся к группе 3 (продолжительность отдельных периодов совершения сделки и параметры долгового рынка). Статистические данные переменных, относящиеся к группе 3, приведены в таблице 26.

Таблица 26 – Описательная статистика переменных группы 3 (продолжительность периодов совершения сделки, параметры долгового рынка) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Среднее	Медиана	Минимум	Максимум
1. Продолжительность промежутка времени между датой официального объявления о сделке и завершением сделки, дней	DATC-DATA	74	11	0	1 478
2. Продолжительность промежутка времени между датой появления первых сведений о сделке и официальным объявлением о сделке, дней	DATA-DATR	53	0	0	1 317
3. Значение процентной ставки EURIBOR (1 месяц), %	EURR1M	0.59	0.09	-0.57	5.18
4. Значение процентной ставки EURIBOR (1 год), %	EURR1Y	0.99	0.48	-0.51	5.51
5. Значение процентной ставки EURIBOR (3 месяца), %	EURR3M	0.72	0.18	-0.55	5.38
6. Значение процентной ставки EURIBOR (6 месяцев), %	EURR6M	0.84	0.30	-0.53	5.44

Можно отметить, что больше половины сделок официально завершаются в тот же день, когда официально объявляется об их проведении, в этом случае продолжительность соответствующего временного промежутка равна нулю. Средняя продолжительность сделки составляет 127 дней. В качестве переменной, отражающей конъюнктуру долгового рынка, по аналогии с исследованием Хие [185], выбрано значение процентной ставки EURIBOR [142] (для периодов 1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев и 1 год) в момент появления первых сведений о сделке. Конъюнктура долгового рынка находится в тесной связи со стоимостью кредитных ресурсов предприятия, обозначенной В.И. Колибабой и А.А. Морозовой [72] в качестве

одного из неподконтрольных факторов внешней среды стоимостной модели контроллинга устойчивого развития электроэнергетических компаний кластеров. В связи с небольшим числом переменных группы 3 моделирование регрессионных уравнений проведено одновременно с включением в модель переменных группы 4.

На четвертой стадии проведена выборка переменных, относящихся к группе 4 (*характеристики внешней среды*). В.Г. Мохов указывает, что при определении приоритетов устойчивого развития промышленных организаций следует учитывать такие аспекты устойчивого развития как экономический, социальный и экологический [82, с. 387–389]. В настоящем исследовании включены переменные, отражающие указанные характеристики внешней среды организации, поскольку устойчивое развитие организации, а вместе с ним и цена сделки слияния и поглощения, подчиняются объективным законам [84, с. 89].

К числу показателей, отражающих внешнюю среду, с которой сталкиваются организации, различные авторы относили уровень коррупции [186, с. 248–266; 171; 177], значения фондовых индексов [180, с. 287–308], величину валового внутреннего продукта [128; 154, с. 1045–1082], характеристики макроэкономической политики государства [147, с. 531–558] и культурные различия стран [141, с. 66–75].

Показатели, характеризующие внешнюю среду, должны одновременно удовлетворять следующим характеристикам:

- 1) охват большого числа экономических, политических и социальных факторов;
- 2) наличие требуемых для расчетов данных в открытом доступе;
- 3) доступность данных за весь период, по которому имеются данные о сделках слияний и поглощений;
- 4) объективный характер алгоритма расчета указанных показателей.

Данным требованиям удовлетворяет индекс FSI [157] (fragile state index, индекс «хрупкости» государств), рассчитываемый Фондом мира на основе методики

контекстного анализа большого массива документов и публикаций. Подход к моделированию факторов внешней среды на основе индексов является развитием предыдущей модификации модели, предполагавшей добавление кросс-переменных, соответствующих отдельным странам [181, с. 48–60]. Значения компонентов индекса, выбранных в качестве переменных группы 4, представлены в таблице 27.

Таблица 27 – Описательная статистика переменных группы 4 (параметры внешней среды) (авт. на осн. [157])

Переменная	Обозначение	Среднее	Медиана	Минимум	Максимум
1. Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	4.8	4.6	0.9	9.4
2. Наличие противоречий внутри политических элит	FSIC2	5.5	5.6	0.7	10.0
3. Недовольство отдельных групп населения	FSIC3	5.9	5.9	0.5	9.3
4. Экономический спад и бедность	FSIE1	4.2	4.1	1.2	7.0
5. Неравномерность развития различных отраслей экономики	FSIE2	5.0	4.8	0.7	9.0
6. Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	3.8	4.1	0.5	8.5
7. Легитимность государственной власти	FSIP1	5.0	4.7	0.4	8.8
8. Объем и качество общественных благ	FSIP2	3.7	3.5	0.8	7.8
9. Права человека и верховенство закона	FSIP3	4.9	3.7	0.6	9.6
10. Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	4.6	4.2	0.9	8.8
11. Проблемы беженцев и временно перемещенных лиц	FSIS2	4.0	3.9	1.0	9.2
12. Вмешательство других стран во внутреннюю политику	FSIX1	3.3	2.9	0.5	8.8

Каждый из двенадцати компонентов индекса FSI имеет значение от 0 до 10 баллов, где максимальное значение соответствует более высокой степени нестабильности. Таким образом, компоненты индекса FSI охватывают показатели, относящиеся к экономической, политической и социальной сферам жизни общества. Значение каждого из компонентов соответствует моменту первых сведений о сделке. В качестве альтернативного показателя при построении промежуточных моделей рассматривался индекс глобализации [172], при этом использование индекса FSI позволило получить более высокое качество оценивания.

При построении регрессионных уравнений, включающих переменные групп 1–4, учтено, что продолжительность сделки, понимаемая как промежуток времени

между появлением первых сведений о сделке и фактическим завершением сделки, может варьироваться в широком диапазоне, поэтому дополнительно проверена гипотеза о наличии нелинейной связи между продолжительностью сделки и величиной надбавки. Добавление в регрессионную модель переменных, отражающих продолжительность совершения сделки, является развитием авторского подхода к моделированию цен акций предприятий энергетической отрасли [120, с. 190–191]. Параметры регрессионных уравнений, учитывающих переменные групп 1–4, приведены в таблице 28.

Таблица 28 – Регрессионные уравнения модели оценки надбавки (переменные групп 1–4) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Константа	C	8.9998	*	5.1080	
Логарифм совокупных активов компании-объекта сделки	TATL	-2.7419	***	X	X
Логарифм текущих обязательств компании-объекта сделки	CURLIATL	X	X	-2.750	***
Выручка ¹ , руб.	$\frac{TRT}{EVm}$	0.4456	***	0.4830	***
Прибыль после уплаты налогов ¹ , руб.	$\frac{PATI}{EVm}$	0.5657	***	0.5780	***
Логарифм совокупных активов компании-инициатора сделки	TAAL	0.9033	***	X	X
Логарифм текущих обязательств компании-инициатора сделки	CURLIAAL	X	X	0.9580	***
Продолжительность периода между датой официального объявления и завершением сделки, дней	DATC-DATA	0.008175	–	0.008001	–
Продолжительность периода между датой официального объявления и завершением сделки, дней (квадрат переменной)	(DATC-DATA) ²	-0.00002	**	-0.00003	***
Продолжительность периода между датой первых сведений о сделке и официальным объявлением о сделке, дней	DATA-DATR	0.045266	***	0.042699	***

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Продолжительность периода между датой первых сведений о сделке и официальным объявлением о сделке, дней (квадрат переменной)	(DATA-DATR) ²	-0.00005	***	-0.00005	***
Значение процентной ставки EURIBOR (1 месяц), %	EURR1M	1.4044	**	1.6506	***
Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	-1.5857	**	-1.4390	**
Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	3.0895	***	3.5800	***
Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	-2.3730	**	-2.7850	***
Проблемы беженцев и временно перемещенных лиц	FSIS2	1.3526	–	1.4880	*
Вмешательство других стран во внутреннюю политику	FSIX1	-1.8173	*	-2.0060	**
Скорректированный коэффициент детерминации, %		9.4500	***	10.8100	***

Примечания: ¹Показатели приняты в расчете на 1 рубль скорректированных активов объекта сделки; *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$, «-» отсутствие значимости, «X» – переменная не включалась в модель

Из приведенных уравнений видно, что добавление в модель переменных групп 3 и 4 позволило существенно увеличить объясняющую способность моделей, полученных на предыдущей стадии (прирост скорректированного коэффициента детерминации в 1,88 и 1,84 раза соответственно по сравнению с уравнениями из таблицы 25), что говорит о высоком влиянии продолжительности сделки (группа 3) и внешней среды (группа 4) в формировании надбавки.

Для переменных, характеризующих продолжительность сделки (группа 3), подтверждена гипотеза о наличии нелинейной связи между продолжительностью сделки и величиной надбавки. Данные зависимости могут быть представлены в графическом виде (рисунки 5 и 6).

Временной промежуток между появлением первой информации о сделке и официальным объявлением о сделке может быть использован участниками для проведения согласований условий сделки. Значительная продолжительность данного промежутка может свидетельствовать о наличии существенных разногласий

в отношении цены сделки между участниками, что приводит к росту величины надбавки к цене таких сделок.

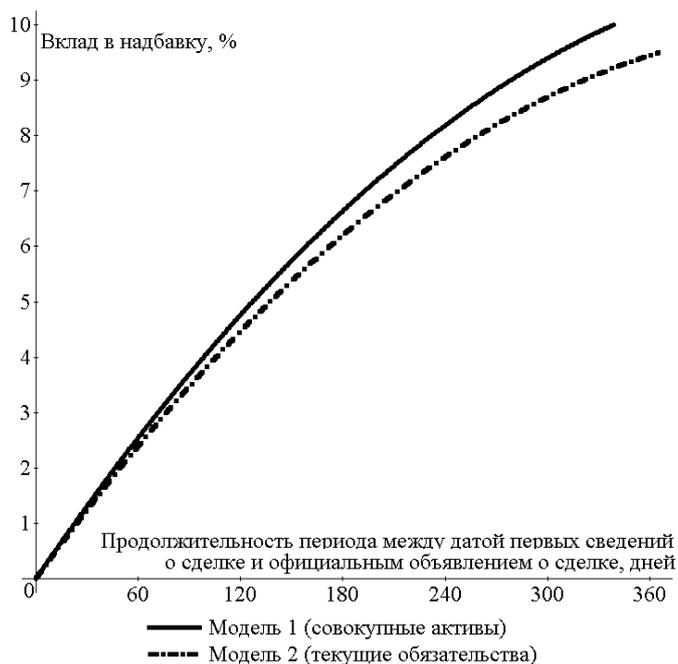


Рисунок 5 – Зависимость между промежутком времени от момента появления первой информации до официального объявления о сделке и вкладом в надбавку (авт. на осн. [188])

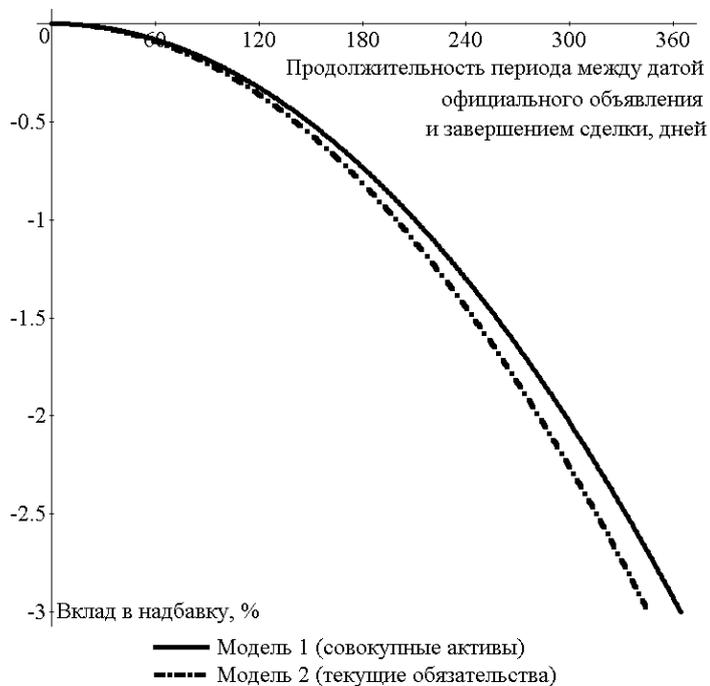


Рисунок 6 – Зависимость между промежутком времени от момента официального объявления до завершения сделки и вкладом в надбавку (авт. на осн. [188])

Временной промежуток между официальным объявлением о совершении сделки и завершением сделки используется для юридического оформления уже сформированных договоренностей о сделке. Значительная продолжительность этого периода может свидетельствовать о невысоком интересе участников к данной сделке, что находит отражение в уменьшении величины надбавки к цене сделки.

Среди коэффициентов, характеризующих динамику долгового рынка (группа 3), наибольшую объясняющую способность показывает величина процентной ставки EURIBOR для периода 1 месяц. Статистически рост EURIBOR на один процентный пункт приводит к росту величины надбавки на 1,4–1,65 %, что объясняется тем, что рост процентных ставок в экономике означает рост требований к ожидаемой норме доходности инвестиционных проектов, поэтому будут реализовываться сделки в отношении компаний с более высокой ожидаемой нормой доходности.

При включении в модель компонентов индекса FSI, также использована логика пошагового метода наименьших квадратов. В результате в итоговые модели внесено 5 из 12 компонентов индекса, относящиеся ко всем компонентам внешней среды (экономический, политический, социальный).

Коэффициент детерминации итоговых регрессионных уравнений в результате добавления факторов групп 3 и 4 возрос с 5,02 % до 9,45 % и с 5,88 % до 10,81 % для моделей 1 и 2 соответственно, что говорит о существенной объясняющей способности переменных, отражающих состояние внешней среды в момент заключения сделки.

Факторы внешней среды могут оказывать на цену сделки положительное и отрицательное влияние. Положительное влияние на величину надбавки имеют следующие факторы:

- 1) фактор эмиграции и «утечки» мозгов. Эмиграция работников в другие страны приводит к уменьшению предложения труда и его замене активами в виде основных фондов, что отражается в величине надбавки;

2) проблемы беженцев и временно перемещенных лиц. Отток беженцев из страны вызывает сокращение численности работников. Влияние аналогично фактору эмиграции;

В количественном отношении наибольшее влияние имеет фактор эмиграции и «утечки» мозгов, измеряемый компонентом E3 индекса FSI. Рост значения данного компонента на один пункт приводит к приросту величины надбавки на 3,09 %...3,58 % в различных спецификациях уравнения. Данные оценки могут быть использованы для прогнозирования изменения величины надбавки в ответ на изменение макроэкономических факторов.

Отрицательное влияние на величину надбавки имеют следующие факторы:

1) состояние аппарата безопасности государства: существует ли монополия государства на применение силы, профессионально ли действует полиция, высока ли доступность оружия в обществе. Наличие существенных угроз безопасности означает рост рисков ведения бизнеса, что приводит к снижению величины надбавки на 1,43 %...1,59 % в ответ на один пункт прироста значения компонента S1 индекса FSI;

2) резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы: наличие диспропорций в темпах роста населения, распределении населения внутри страны; наличие проблем в системе здравоохранения, снабжении населения питанием. С одной стороны, наличие конкуренции за ресурсы означает рост затрат на получение ресурсов, что сокращает величину свободных денежных потоков компании. С другой стороны, демографическое давление заставляет государство увеличивать налоги на бизнес, что также приводит к снижению свободных денежных потоков. Как результат, в сделках слияний и поглощений компании приобретаются с меньшей величиной надбавки. Статистически прирост значения компонента S1 индекса FSI на один пункт приводит к снижению величины надбавки на 2,37%...2,79%;

3) вмешательство других стран во внутреннюю политику включает в себя вопросы силового и экономического вмешательства в дела государства. В боль-

шинстве случаев внешние силы косвенно вмешиваются и в деятельность компаний, перекладывая часть затрат по выполнению государством своих функций на предприятия. Статистически прирост компонента X1 индекса FSI на один процентный пункт приводит к снижению величины надбавки на 1,82%...2,01%.

Отметим, что все компоненты индекса FSI действуют одновременно, поэтому общее влияние на надбавку следует прогнозировать сложением соответствующих показателей. В целом интерпретация факторов внешней среды соответствует логике настоящего исследования. На цену сделок в электроэнергетике влияние оказывают более фундаментальные факторы внешней среды, отражающую степень политической стабильности, эмиграцию населения и темпы роста населения.

На пятой стадии моделирования (переменные группы 5) добавлены переменные, отражающие стратегии развития предприятия, реализуемые в ходе сделок слияний и поглощений.

Для формализации переменных группы 5 (Переменные, соответствующие типу реализуемой стратегии компании) использована типология стратегий, обоснованная §1.3, включающая в себя 11 стратегий. Данная группа имеет специфическое представление и включает в себя 11 бинарных переменных, соответствующих выделенным типам стратегий. Данный подход соответствует логике, примененной Ferris [156, с. 81–102], для идентификации стратегий интеграции и диверсификации. При построении регрессионных уравнений влияние стратегий удалось получить при включении в уравнения переменных, отражающих совместное влияние стратегий и финансово-экономических параметров объекта сделки (переменные группы 1). Приведенный подход является совершенствованием предыдущей версии модели, предполагавшей группировку отраслей по критерию равенства величины надбавки [124, с. 80–87] и позволяет получить результаты, которые проще поддаются содержательной интерпретации. Итоговые уравнения для моделей 1 (учитывающей совокупные активы компании-цели) и модели 2 (учитываю-

щей текущие обязательства компании-цели) представлены ниже, в табличном виде они приведены в таблице 29.

Итоговое уравнение модели 1 имеет вид:

$$EVr = 9.17 - 2.48 \cdot TATL + 0.47 \cdot \frac{TRT}{EVm} + 4.20 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 0.75 \cdot TAAL + 0.0075 \cdot (DATC-DATA) - 0.000023 \cdot (DATC-DATA)^2 + 0.047 \cdot (DATA-DATR) - 0.00005 \cdot (DATA-DATR)^2 + 1.29 \cdot EURR1M - 1.68 \cdot FSIC1 + 2.82 \cdot FSIE3 - 2.06 \cdot FSIS1 + 1.26 \cdot FSIS2 - 1.95 \cdot FSIX1 - 4.45 \cdot STR3 \cdot \frac{TRT}{EVm} + 4.36 \cdot STR6 \cdot \frac{TRT}{EVm} + 0.17 \cdot STR9 \cdot \frac{TRT}{EVm} - 4.38 \cdot STR1 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 13.06 \cdot STR2 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 113.57 \cdot STR4 \cdot \frac{PATT}{EVm} - 18.20 \cdot STR5 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 34.26 \cdot STR7 \cdot \frac{PATT}{EVm} - 6.63 \cdot STR8 \cdot \frac{PATT}{EVm} - 0.03 \cdot STR10 \cdot TATL - 0.37 \cdot STR11 \cdot TATL$$

Итоговое уравнение модели 2 имеет вид:

$$EVr = 5.63 - 2.62 \cdot CURLIATL + 0.71 \cdot \frac{TRT}{EVm} + 4.50 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 0.88 \cdot CURLIAAL + 0.008 \cdot (DATC-DATA) - 0.000025 \cdot (DATC-DATA)^2 + 0.045 \cdot (DATA-DATR) - 0.00005 \cdot (DATA-DATR)^2 + 1.53 \cdot EURR1M - 1.59 \cdot FSIC1 + 3.24 \cdot FSIE3 - 2.39 \cdot FSIS1 + 1.42 \cdot FSIS2 - 2.15 \cdot FSIX1 - 3.27 \cdot STR3 \cdot \frac{TRT}{EVm} + 4.49 \cdot STR6 \cdot \frac{TRT}{EVm} - 0.06 \cdot STR9 \cdot \frac{TRT}{EVm} - 5.08 \cdot STR1 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 10.01 \cdot STR2 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 104.45 \cdot STR4 \cdot \frac{PATT}{EVm} - 20.24 \cdot STR5 \cdot \frac{PATT}{EVm} + 32.02 \cdot STR7 \cdot \frac{PATT}{EVm} - 7.85 \cdot STR8 \cdot \frac{PATT}{EVm} - 0.21 \cdot STR10 \cdot CURLIATL - 0.48 \cdot STR11 \cdot CURLIATL$$

Таблица 29 – Характеристики итоговых регрессионных уравнений (переменные групп 1–5) (авт. [99])

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Константа	C	9.1654	*	5.6290	-
Логарифм совокупных активов компании-объекта сделки	TATL	-2.4828	***	X	X
Логарифм текущих обязательств компании-объекта сделки	CURLIATL	X	X	-2.6180	***
Выручка ¹ , руб.	$\frac{TRT}{EVm}$	0.4647	*	0.7150	***
Прибыль после уплаты налогов ¹ , руб.	$\frac{PATT}{EVm}$	4.2022	***	4.5040	***
Логарифм совокупных активов компании-инициатора сделки	TAAL	0.7463	***	X	X
Логарифм текущих обязательств компании-инициатора сделки	CURLIAAL	X	X	0.8750	***

Продолжение таблицы 29

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Продолжительность периода между датой официального объявления и завершением сделки, дней	DATC-DATA	0.007459	-	0.008091	-
Продолжительность периода между датой официального объявления и завершением сделки, дней (квадрат переменной)	(DATC-DATA) ²	-0.000023	**	-0.000025	***
Продолжительность периода между датой первых сведений о сделке и официальным объявлением о сделке, дней	DATA-DATR	0.046996	***	0.044728	***
Продолжительность периода между датой первых сведений о сделке и официальным объявлением о сделке, дней (квадрат переменной)	(DATA-DATR) ²	-0.00005	***	-0.00005	***
Значение процентной ставки EURIBOR (1 месяц), %	EURR1M	1.2890	**	1.5254	**
Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	-1.6754	**	-1.5890	**
Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	2.8230	***	3.2370	***
Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	-2.0596	**	-2.3860	**
Проблемы беженцев и временно перемещенных лиц	FSIS2	1.2607	-	1.4150	-
Вмешательство других стран во внутреннюю политику	FSIX1	-1.9499	*	-2.1526	**
Горизонтальная диверсификация внутри генерации · Выручка ¹ , руб.	$\frac{STR3 \cdot TRT}{EVm}$	-4.4653	-	-3.2725	-
Несвязанная диверсификация внутри отрасли · Выручка ¹ , руб.	$\frac{STR6 \cdot TRT}{EVm}$	4.3598	***	4.4925	***
Несвязанная диверсификация вне отрасли · Выручка ¹ , руб.	$\frac{STR9 \cdot TRT}{EVm}$	0.1733	-	-0.0595	-
Горизонтальная интеграция внутри энергетики (генерация) · Прибыль после уплаты налогов ¹ , руб.	$\frac{STR1 \cdot PATT}{EVm}$	-4.3769	***	-5.0808	***
Горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации) · Прибыль после уплаты налогов ¹ , руб.	$\frac{STR2 \cdot PATT}{EVm}$	13.0573	-	10.0107	-

Переменная	Обозначение	Модель 1		Модель 2	
		коэффициент	значимость	коэффициент	значимость
Вертикальная интеграция "назад" внутри отрасли · Прибыль после уплаты налогов ¹	<u>STR4·PATT</u> EVm	113.5716	*	104.4517	*
Вертикальная интеграция "вперед" внутри отрасли · Прибыль после уплаты налогов ¹	<u>STR5·PATT</u> EVm	-18.1994	-	-20.2432	-
Вертикальная интеграция "назад" вне отрасли (кроме финансов) · Прибыль после уплаты налогов ¹	<u>STR7·PATT</u> EVm	34.2627	**	32.0220	*
Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов) · Прибыль после уплаты налогов ¹	<u>STR8·PATT</u> EVm	-6.6296	***	-7.8475	***
Приобретение энергетическими компаниями финансовых организаций · Логарифм совокупных активов объекта сделки	STR10·TATL	-0.0255	-	X	X
Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний · Логарифм совокупных активов объекта сделки	STR11·TATL	-0.3698	*	X	X
Приобретение энергетическими компаниями финансовых организаций · Логарифм текущих обязательств компании-объекта сделки	STR10 · CURLIATL	X	X	-0.2092	-
Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний · Логарифм текущих обязательств компании-объекта сделки	STR11 · CURLIATL	X	X	-0.4807	*
Скорректированный коэффициент детерминации, %			11.9400		13.6900

Примечания:

¹Показатели приняты в расчете на 1 рубль скорректированных активов объекта сделки
*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$, «-» отсутствие значимости, «X» переменная не включалась в модель

Значение коэффициентов детерминации приведенных уравнений является типичным для исследований, в которых объясняемой переменной является относительный показатель. В близких исследованиях слияний и поглощений [93; 163,

с. 529–560; 152, с. 164–202; 146] получены коэффициенты детерминации от 7,91% до 19,8%.

На основе анализа переменных группы 5 (характер реализуемой стратегии) установлены следующие закономерности формирования надбавки:

1) при реализации стратегии несвязанной диверсификации внутри отрасли положительное влияние на объем надбавки оказывает выручка объекта сделки;

2) при реализации стратегий горизонтальной интеграции внутри генерации, вертикальной интеграции «назад» внутри отрасли, а также вертикальной интеграции «вперед» и назад» вне отрасли положительное влияние на надбавку оказывает прибыль после уплаты налогов объекта сделки;

3) при реализации стратегии приобретения финансовыми организациями энергетических активов более низкая надбавка характерна для объектов сделки с меньшей величиной совокупных активов и текущих обязательств.

Для оценки значимости отдельных групп переменных итоговых моделей цены сделки обратимся к анализу их вклада в скорректированный коэффициент детерминации. Результаты расчетов, относящихся к моделям 1 и 2, полученным на пятой стадии построения моделей, приведены на рисунках 7 и 8.

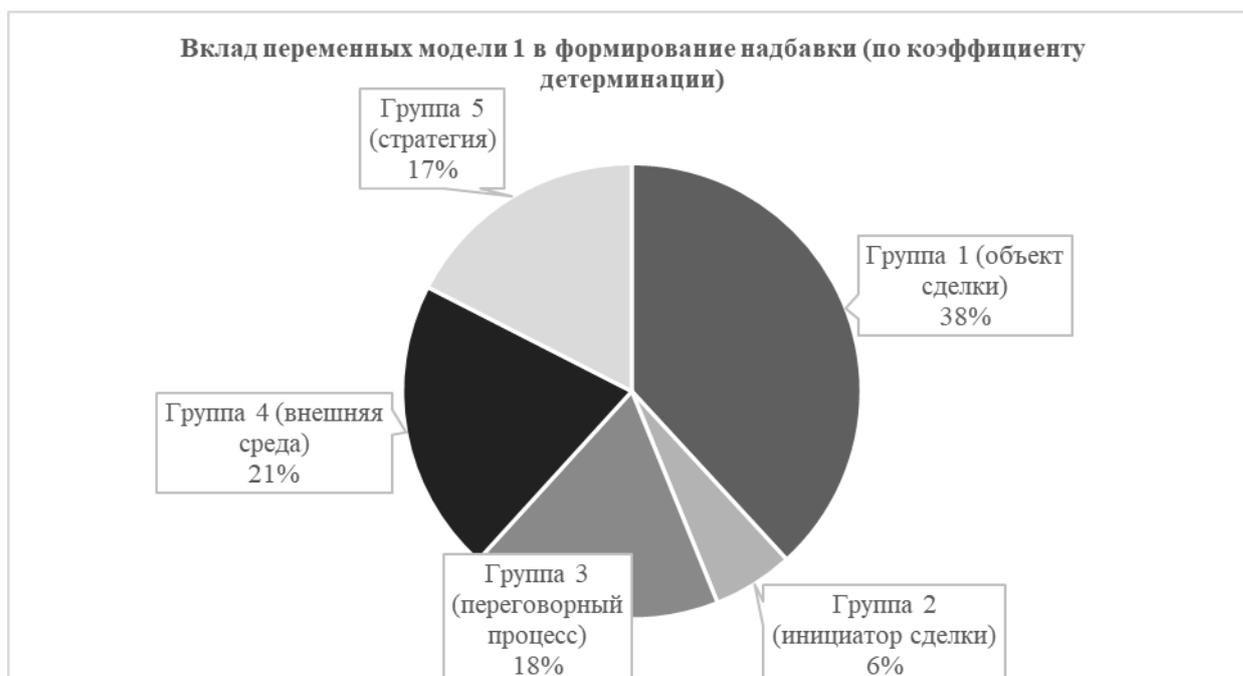


Рисунок 7 – Вклад переменных модели 1 в формирование надбавки по скорректированному коэффициенту детерминации (авт. на осн. [188])



Рисунок 8 – Вклад переменных модели 2 в формирование надбавки по скорректированному коэффициенту детерминации (авт. на осн. [188])

На основе приведенных данных сделан вывод о том, что наибольший вклад в величину надбавки оказывают экономические показатели, относящиеся к объекту сделки (группа 1) (38 % и 40 % соответственно для моделей 1 и 2). Из факторов группы 1 наиболее значимо влияние величины совокупных активов объекта сделки (при этом рост величины совокупных активов приводит к увеличению цены, но на меньшую сумму, чем прирост совокупных активов). Аналогичное влияние на цену сделки характерно для текущих обязательств компании–объекта сделки. Прирост выручки объекта сделки на 1 % приводит в моделях 1 и 2 соответственно к увеличению цены сделки на 0,47 % и 0,72 % соответственно, так как увеличение выручки само по себе не означает увеличения денежных потоков для инвесторов. Увеличение прибыли после уплаты налогов на 1 % приводит к снижению цены сделки на 4,21 % и 4,5 % для моделей 1 и 2 соответственно, что может быть объяснено большим спросом на прибыльные компании со стороны потенциальных инвесторов.

Показатели групп 3 (длительность сделки и параметры долгового рынка), 4 (внешняя среда), 5 (тип стратегии) оказывают существенное влияние на цену сделки, но степень влияния показателей данных групп ниже, чем показателей, от-

носящихся к объекту сделки. Вклад в итоговую объясняющую способность модели, измеренный скорректированным коэффициентом детерминации, примерно равен.

Показатели группы 2 (инициатор сделки) оказывают минимальное влияние на цену сделки. Более высокую цену сделки уплачивают инициаторы сделок, обладающие большими активами или текущими обязательствами, что свидетельствует о наличии несовершенной конкуренции на рынке слияний и поглощений и формирования цены сделки с учетом готовности финансировать сделку со стороны инициатора.

По результатам моделирования можно сделать следующие выводы. На результат сделок оказывает влияние система показателей, включающая переменные, относящиеся как к обоим участникам сделки (инициатор и объект). Показатели конъюнктуры долгового рынка, внешней среды, реализуемой стратегии развития предприятия, длительности периода совершения сделки оказывают влияние на результат сделок. Наибольшее влияние на результат сделки оказывают величина совокупных активов обоих участников сделки. Это означает, что полученные модели релевантны для предприятий электроэнергетического комплекса, которые характеризуются высокими уровнями фондо- и капиталоемкости (§1.1). При этом величина совокупных активов является одной из характеристик фондоемкости. Следовательно, в моделях отражена фондоемкость предприятий электроэнергетического комплекса как его фундаментальная характеристика.

Таким образом, построение моделей, прогнозирующих цену сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе, измеренную при помощи показателя относительной надбавки, позволило прийти к следующим выводам.

Показатель относительной надбавки к величине скорректированных активов может быть использован для прогнозирования цены сделок в электроэнергетическом комплексе, поскольку находится в наибольшей зависимости от цены сделки. Этот вывод достоверен в связи со статистической значимостью промежуточных и итоговых регрессионных уравнений эконометрических моделей. Систе-

ма предложенных независимых переменных дает возможность содержательной интерпретации результатов и отражает специфику электроэнергетического комплекса.

2.3. Прогнозирование вероятности успешного завершения сделок слияний и поглощений как инструмент стратегического планирования

Процесс стратегического планирования, реализующийся с использованием сделок слияний и поглощений, полностью реализуется в момент завершения соответствующей сделки. Поэтому прогнозирование вероятности завершения сделки является, по нашему мнению, инструментом стратегического планирования. Это принципиально важно для сделок с участием предприятий электроэнергетики, где период совершения сделки очень длинный (в частности, для наиболее продолжительных сделок промежутки между появлением первых сведений о сделке, официальным объявлением и завершением сделки могут достигать 3–4 лет). Также следует отметить, что для слияний и поглощений с участием предприятий электроэнергетики характерна необходимость согласования условий сделки между ее участниками, а также государственными антимонопольными органами, в результате чего сделка может завершиться успешно. В определенных случаях стороны могут не прийти к соглашению относительно ключевых условий сделки (прежде всего, ее цены) либо государственные антимонопольные органы могут запретить проведение сделки.

В связи с вышеизложенным далее представлена разработанная автором модель вероятности успешного завершения сделки. На первом этапе построения данной модели предложена система факторных показателей, от которых зависит успешность завершения сделки.

Выборка сделок слияний и поглощений, которая использовалась для построения моделей в §2.1, дополнена сделками, не имевшими успешного завершения. Объем выборки увеличился до 3596 сделок, в том числе 459 сделок, в кото-

рых хотя бы один из участников зарегистрирован в Российской Федерации. Характеристика выборки приведена в §2.1.

В таблицах 30 и 31 приводятся статистические данные в отношении как общего числа сделок слияний и поглощений, так сделок, завершенных успешно.

Таблица 30 – Статистика сделок слияний и поглощений, завершенных с различными результатами (авт. на осн. [188])

Год	Все сделки (успешно завершённые и не завершённые успешно)		Успешно завершённые сделки		Доля успешно завершённых сделок в общем числе сделок, %	Доля суммы, фактически оплаченной в успешно завершённых сделках, к общей сумме, фактически оплаченной или планируемой к уплате во всей совокупности сделок, %
	число	общая сумма всех сделок (фактически оплаченная или планируемая к уплате), млрд евро	число	общая сумма всех сделок (фактически оплаченная), млрд евро		
1996	2	2,00	1	1,10	50	55
1997	1	0,00	1	0,00	100	100
1998	3	0,39	3	0,39	100	100
1999	17	27,21	16	26,79	94	98
2000	29	39,01	15	19,10	52	49
2001	47	105,96	25	28,24	53	27
2002	91	33,67	63	26,14	69	78
2003	53	55,09	40	34,82	75	63
2004	59	22,84	48	12,29	81	54
2005	93	356,34	59	31,91	63	9
2006	109	168,11	70	73,29	64	44
2007	178	187,25	122	131,26	69	70
2008	191	219,09	134	53,74	70	25
2009	178	54,20	127	38,43	71	71
2010	171	69,79	108	48,04	63	69
2011	168	63,05	109	48,47	65	77
2012	181	54,10	117	25,43	65	47
2013	213	84,53	141	27,63	66	33
2014	200	102,25	139	36,97	70	36
2015	234	118,37	146	72,55	62	61
2016	218	111,78	151	67,85	69	61
2017	279	209,76	156	80,37	56	38
2018	252	72,74	137	37,41	54	51
2019	245	354,87	121	30,07	49	8
2020	214	180,95	100	21,09	47	12
2021	170	60,12	55	4,23	32	7
ИТОГО	3 596	2 753,48	2 204	977,60	61	36

На основании данных таблицы 30 можно заключить, что большая часть сделок слияний и поглощений за все годы (61 %) завершены успешно, при этом долю неуспешно завершенных сделок (39 %) можно оценить как существенную, что обуславливает необходимость выявления факторов, от которых зависит успешность завершения сделок. Более низкая доля успешно завершенных сделок в 2019–2021 годах может быть объяснена особенностями сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе: часть сделок, первые сведения о которых появились в указанные годы, находятся в процессе согласования условий, поэтому отражаются как не имеющие на текущий момент успешного завершения.

При этом доля суммы, уплаченной в успешно завершенных сделках за все годы (36 %) существенно ниже, чем доля таких сделок, что позволяет сделать вывод, что чаще всего не приводят к успешному завершению более крупные по сумме сделки. Все это подтверждает актуальность разработки методического подхода к управлению сделками слияний и поглощений, учитывающим успешность завершения сделки в качестве одного из ключевых факторов.

Аналогичный анализ выполнен и для сделок слияний и поглощений, в которых хотя бы один из участников относится к Российской Федерации. Данные представлены в таблице 31.

Таблица 31 – Статистика сделок слияний и поглощений, завершенных с различным результатом (хотя бы один участник принадлежит к Российской Федерации) (авт. на осн. [188])

Год	Все сделки (успешно завершённые и не завершённые успешно)		Успешно завершённые сделки		Доля успешно завершённых сделок в общем числе сделок, %	Доля суммы, фактически оплаченной в успешно завершённых сделках, к общей сумме, фактически оплаченной или планируемой к уплате во всей совокупности сделок %
	число	общая сумма всех сделок (фактически оплаченная или планируемая к уплате), млрд евро	число	общая сумма всех сделок (фактически оплаченная), млрд евро		
2000	1	0,00	1	0,00	100	100
2004	7	0,12	5	0,10	71	82
2005	8	0,43	7	0,32	88	74
2006	14	5,88	12	5,05	86	86
2007	51	15,86	46	14,81	90	93

Год	Все сделки (успешно завершённые и не завершённые успешно)		Успешно завершённые сделки		Доля успешно завершённых сделок в общем числе сделок, %	Доля суммы, фактически оплаченной в успешно завершённых сделках, к общей сумме, фактически оплаченной или планируемой к уплате во всей совокупности сделок %
	число	общая сумма всех сделок (фактически оплаченная или планируемая к уплате), млрд евро	число	общая сумма всех сделок (фактически оплаченная), млрд евро		
2008	71	16,80	55	11,28	77	67
2009	44	6,63	35	4,89	80	74
2010	46	16,86	31	11,60	67	69
2011	30	9,48	24	2,68	80	28
2012	38	7,23	26	5,85	68	81
2013	38	15,50	26	7,77	68	50
2014	30	3,95	25	3,54	83	90
2015	16	0,75	9	0,15	56	20
2016	9	0,91	8	0,62	89	69
2017	30	0,95	15	0,43	50	45
2018	13	4,06	3	2,42	23	60
2019	6	184,72	2	0,05	33	0
2020	6	0,92	1	0,07	17	8
2021	1	0,30	0	0,00	0	0
ИТОГО	459	291,36	331	71,65	72	25

Выявленные тенденции в отношении параметров успешно завершённых сделок, подтверждаются и в сделках, в которых один из участников принадлежит к Российской Федерации. При этом доля успешно завершённых сделок в Российской Федерации выше, чем в мире в целом, а доля суммы, уплаченной в успешно завершённых сделках слияний и поглощений, в России меньше, чем в мире в целом. Таким образом, в Российской Федерации частота успешного завершения небольших по объёму сделок выше, чем в мире в целом.

По классификации, разработанной А.Ю. Домниковым [126, с. 74], предложенную автором настоящего исследования модель оценки вероятности успешного завершения сделок слияний и поглощений можно отнести к типу моделей воздействия, которые оценивают результаты определенных мер политики. Учитывая характер моделей воздействия, в состав независимых переменных необходимо включать факторы внешней среды и изменений в социальной ситуации, что учте-

но при формировании перечня независимых переменных авторской модели оценки вероятности успешного завершения сделок слияний и поглощений.

Для определения факторов, от которых зависит успешность завершения сделок слияний и поглощений, построена эконометрическая модель [100, с. 95–103], при этом процесс моделирования включает следующие этапы:

Этап 1. Выбор зависимой переменной, отражающей успешность завершения сделок;

Этап 2. Выбор независимых переменных и их группировка;

Этап 3. Построение линейных вероятностных моделей;

Этап 4. Построение логистических моделей в форме однослойной нейронной сети.

На этапе 1 (*Выбор зависимой переменной, отражающей успешность завершения сделок*) сконструирована бинарная зависимая переменная успешности завершения сделки (COMPL), принимающая значение 1 в случае, если сделка завершена успешно, и значение 0 во всех остальных случаях. Такой формат зависимой переменной предопределяет использование линейной вероятностной модели или логистических регрессий в качестве допустимых эконометрических методов исследования.

На этапе 2 (*Выбор независимых переменных и их группировка*) построения модели, описывающей вероятность успешного завершения сделок слияний и поглощений произведен отбор объясняющих переменных в соответствии с разновидностью метода пошаговой регрессии, предполагающим добавление переменных по одной. В связи с большим числом переменных принято решение разделить их на три группы:

Группа 1. Переменные, отражающие характеристики сделки;

Группа 2. Переменные, описывающие характеристики реализуемой стратегии;

Группа 3. Переменные, характеризующие состояние внешней среды.

Набор факторов для переменных групп 2 и 3 соответствует использованному при построении моделей цены сделки в §2.2. Поэтому в данном разделе описан только процесс выбора переменных группы 1.

Моделирование вероятности успешного завершения сделки проведено на первом этапе с использованием линейной вероятностной модели. Статистические данные по зависимой и независимым переменным группы 1 представлены в таблице 32.

Таблица 32 – Описательная статистика переменных группы 1 модели вероятности успешного завершения сделки (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Среднее	Медиана	Минимум	Максимум	Станд. отклон.
Бинарная переменная успешности завершения сделки: 1 – сделка завершена успешно, 0 – все остальные ситуации	COMPL	0,61	1,00	0,00	1,00	0,49
Цена сделки (логарифм)	DVL	10,53	10,51	-2,21	19,03	2,62
Доля компании, приобретенная в ходе сделки, %	STAKE	69,24	69,69	25,00	100,00	28,45
Значение ставки EURIBOR (1 месяц) в момент появления первых сведений о сделке, %	EURR1M	0,89	0,12	-0,58	5,20	1,67
Принадлежность одного из участников сделки к России: 1 – хотя бы один из участников (объект или инициатор) находится в России, 0 – все остальные случаи	RUS	0,14	0,00	0,00	1,00	0,35

Поскольку величины сделок различаются существенно, а также в целях более удобной интерпретации получаемых результатов, по аналогии с моделями цены сделки (§2.2) использована величина логарифма цены сделки.

Для предварительного анализа переменных группы 1 рассмотрим корреляционную матрицу, представленную в таблице 33.

Таблица 33 – Корреляционная матрица переменных группы 1 модели вероятности успешного завершения сделки (авт. на осн. [188])

Описание	Переменная	COMPL	DVL	STAKE	EURR1M	RUS
Бинарная переменная успешности завершения сделки: 1 – сделка завершена успешно, 0 – все остальные ситуации	COMPL	1,00	-	-	-	-
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,08	1,00	-	-	-
Доля компании, приобретенная в ходе сделки, %	STAKE	-0,02	0,08	1,00	-	-

Описание	Переменная	COMPL	DVL	STAKE	EURR1M	RUS
Значение ставки EURIBOR (1 месяц) в момент появления первых сведений о сделке, %	EURR1M	0,10	0,12	-0,06	1,00	–
Принадлежность одного из участников сделки к России: 1 – хотя бы один из участников (объект или инициатор) находится в России, 0 – все остальные случаи	RUS	0,09	-0,10	-0,17	0,15	1,00

Исходя из оценки данных, представленных в корреляционной матрице, можно сделать предварительные выводы о том, что большие по величине сделки, а также сделки, связанные с покупкой больших долей компании, реже заканчиваются успешно; в период, когда процентная ставка EURIBOR высока, сделки чаще завершаются успешно; сделки с участием российских компаний также чаще имеют успешное завершение. В целом в корреляционной матрице отсутствуют значения с высокой корреляцией между независимыми переменными, что дает возможность использования данного набора независимых переменных при построении уравнения.

На этапе 3 (*Построение линейных вероятностных моделей*) построены три регрессионные модели с последовательным включением показателей групп 1, 2 и 3 с помощью метода линейной вероятностной регрессионной модели. Первой построена линейная вероятностная модель, включающая переменные группы 1, с коррекцией стандартных ошибок по Вайту-Хинкли. Результаты оценивания представлены в таблице 34.

Таблица 34 – Линейная вероятностная модель вероятности успешного завершения сделки (переменные, относящиеся к группе 1) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Коэффициент	Стандартная ошибка	Значимость
Константа	C	0,9932	0,0197	***
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,0212	0,0021	***
Приобретенная доля, %	STAKE	-0,0023	0,0001	***
Процентная ставка EURIBOR, 1 месяц, %	EURR1M	0,0145	0,0029	***
Принадлежность хотя бы одного из участников к Российской Федерации	RUS	0,0548	0,0135	***
R_{adj}^2 , %		6,5000	–	***

Примечание: *** $p < 0,01$;

На основе модели сделаны следующие выводы. С увеличением цены сделки вероятность ее успешного завершения снижается. Аналогичным образом, увеличение приобретаемой доли в компании на 1 процентный пункт приводит к снижению вероятности успешного завершения на 0,23 %. В обоих случаях это можно объяснить более тщательным контролем со стороны участников сделки и государства. Увеличение процентной ставки EURIBOR статистически связывается с ростом вероятности успешного завершения сделки (увеличение ставки на один процентный пункт приводит к росту вероятности успешного завершения сделки на 1,45 %), что можно объяснить стремлением как можно быстрее инвестировать средства в реальные активы в нижней фазе экономического цикла, обычно сопровождающейся высокими процентными ставками и ростом инфляции. Наконец, сделки, проходящие с участием хотя бы одной из компаний, находящихся в России, имеют вероятность завершения на 5,48 % выше. Все переменные, а также уравнение в целом статистически значимы.

При построении второй модели добавлены переменные, относящиеся к типам стратегиям, реализуемым предприятиями (переменные группы 2). К группе 2 относятся 11 бинарных переменных STR1 ... STR11, каждая из которых соответствует стратегии расширения бизнеса, реализуемой с помощью сделок слияний и поглощений. Описание типологии стратегий приведено в §1.3, расшифровка типов стратегий приведена в таблице Г.3 (приложение Г). При проведении эконометрического моделирования использован следующий алгоритм: с помощью метода пошаговой регрессии выбрано уравнение, содержащее одну из переменных STR1 ... STR11, а также все переменные группы 1 с максимальным скорректированным коэффициентом детерминации; далее выбиралось уравнение, содержащее две переменных из списка STR1 ... STR11 (при этом одна из этих переменных – та, что получена на предыдущем этапе работы алгоритма), а также все переменные группы 1, характеризующееся максимальным скорректированным коэффициентом детерминации и т.д. Алгоритм завершает работу, если добавление еще одной переменной из списка не позволяет получить более высокое значение скор-

ректированного коэффициента детерминации. Таким образом, получено уравнение, содержащее переменные группы 1, а также часть переменных группы 2, характеризующееся наибольшей объясняющей способностью. В полученном уравнении стандартные ошибки скорректированы по Вайту-Хинкли. Параметры уравнения представлены в таблице 35.

Таблица 35 – Линейная вероятностная модель вероятности успешного завершения сделки (переменные групп 1 и 2) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Коэффициент	Станд. ошибка	Значимость
Константа	C	0,9105	0,0212	***
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,0217	0,0021	***
Приобретенная доля, %	STAKE	-0,0018	0,0002	***
Процентная ставка EURIBOR, 1 месяц, %	EURR1M	0,0201	0,0030	***
Принадлежность хотя бы одного из участников к Российской Федерации	RUS	0,0562	0,0132	***
Горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации)	STR2	0,0431	0,0180	***
Несвязанная диверсификация внутри отрасли	STR6	0,0339	0,0309	*
Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов)	STR8	0,0795	0,0309	***
Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний	STR11	0,1395	0,0112	***
R_{adj}^2 , %		8,3600	—	***

Примечание: *** $p < 0,01$; * $p < 0,1$;

Добавление переменных, характеризующих реализуемую компанией стратегию, позволило улучшить объясняющую способность регрессионного уравнения на 28,56 %, что свидетельствует о значимом влиянии реализуемой стратегии на успешность завершения сделки слияния и поглощения. Выделено четыре стратегии, вероятность успешного завершения сделки для которых статистически выше. Представляется, что реализация данных стратегий может способствовать росту операционных и финансовых показателей объединенной компании, поэтому участники сделки имеют высокие стимулы к успешному завершению сделки. Наибольший прирост вероятности успешного завершения сделки, равный 13,95 процентных пунктов, характерен для стратегии покупки энергетических компаний финансовыми организациями, при которой покупателем (инициатором) в

сделке является финансовая организация, как правило, обладающая необходимыми компетенциями для оценки перспективы завершения сделки.

При построении третьей (итоговой) модели в состав переменных группы 3 включены 12 компонентов индекса политической нестабильности FSI. Справочная информация о данном индексе и статистическая информация о переменных приведена в §2.2. Добавление данных переменных в итоговую регрессионную модель производилось по алгоритму, ранее использованному для переменных группы 2, а именно с помощью метода пошаговой регрессии. Переменные добавлялись по одной, при этом алгоритм завершал свою работу на том этапе, когда не удавалось увеличить значение скорректированного коэффициента детерминации. Итоговое регрессионное уравнение, полученное с помощью линейной вероятностной модели (коррекция стандартных ошибок по Вайту-Хинкли), представлено в таблице 36.

Таблица 36 – Линейная вероятностная модель вероятности успешного завершения сделки (итоговое уравнение) (авт. [123])

Переменная	Обозначение	Коэффициент	Станд. ошибка	Значимость
Константа	C	0,9353	0,0339	***
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,0228	0,0024	***
Приобретенная доля, %	STAKE	-0,0019	0,0002	***
Процентная ставка EURIBOR, 1 месяц, %	EURR1M	0,0177	0,0040	***
Принадлежность хотя бы одного из участников к Российской Федерации	RUS	0,1518	0,0206	***
Горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации)	STR2	0,0313	0,0200	*
Несвязанная диверсификация внутри отрасли	STR6	0,0528	0,0365	*
Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов)	STR8	0,0591	0,0328	**
Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний	STR11	0,1258	0,0124	***
Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	-0,0150	0,0053	***
Недовольство отдельных групп населения	FSIC3	0,0292	0,0051	***
Экономический спад и бедность	FSIE1	0,0075	0,0052	*
Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	0,0307	0,0061	***
Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	-0,0210	0,0069	***
Права человека и верховенство закона	FSIP3	-0,0335	0,0042	***
R_{adj}^2 , %		11,9500	—	***

Примечание: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$;

Скорректированный коэффициент детерминации итогового регрессионного уравнения на 42,95 % выше, чем для уравнения, включавшего в себя только переменные групп 1 и 2, что говорит о значимости влияния политических факторов на вероятность успешного завершения сделок слияний и поглощений. Также можно отметить относительное постоянство значений коэффициентов при тех переменных, которые содержатся хотя бы в двух регрессионных уравнениях (таблицы 32–33) при высокой значимости большей части коэффициентов, что говорит о стабильности получаемых с помощью данных уравнений оценок. Кроме того, можно отметить достаточно высокое по абсолютной величине влияние макроэкономических факторов на вероятность успешного завершения сделки с учетом того, что значение каждой из компонент индекса FSI измеряется в диапазоне от 0 до 10, а изменение значения компонент на один пункт может приводить к изменению вероятности в диапазоне от 0,75 до 3,35 процентных пунктов по абсолютной величине.

В итоговой модели влияние указанных в моделях 1 и 2 факторов сохранилось. Влияние внешних факторов (группа 3) описывается следующими выводами.

Росту вероятности успешного завершения сделки способствуют следующие факторы:

1) недовольство отдельных групп населения – наличие в обществе мнений о несправедливом распределении ресурсов может подтолкнуть государство к принятию властных решений о перераспределении собственности, что подталкивает участников сделок к завершению сделок;

2) нахождение экономики государства в фазе спада может означать восприятие энергетических компаний как защитных активов. Государство не может допустить банкротство подобных компаний в силу их высокой социальной значимости, поэтому готово соглашаться на индексацию тарифов. Возникает стремление участников сделок как можно быстрее завершить такие сделки;

3) эмиграция и «утечка» мозгов зачастую приводит к давлению на тех собственников компании, которые вынужденно или добровольно приняли решение

покинуть страну; в подобной ситуации собственники заинтересованы в успешном завершении сделок с принадлежащими им предприятиями.

К снижению вероятности успешного завершения сделки приводят следующие факторы:

1) состояние аппарата безопасности государства, которые могут означать существование в обществе криминальных групп, которые могут оказывать влияние на бизнес, не допуская перераспределения собственности посредством заключения сделок слияний и поглощений;

2) резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы вынуждает государство вмешиваться в сделки слияний и поглощений, чтобы перераспределить собственность, поскольку результатом части сделок может стать потеря частью населения источников к существованию или доступа к электроэнергии и иным коммунальным благам;

3) отсутствие верховенства закона и затруднения в реализации основных прав человека могут, по аналогии с проблемами в сфере аппарата государственной безопасности, привести к нарушению прав собственников, что, в частности, может выражаться к их вынужденному отказу от совершения подобных сделок.

На этапе 4 (*Построение логистических моделей в форме однослойной нейронной сети*) с целью дополнительного подтверждения результатов регрессионного анализа построены логистические регрессии. Использование однослойной нейронной сети с сигмоидальной функцией активации позволяет повысить чувствительность функции к изменению комбинаций и сочетаний прогностических признаков. Состав переменных по этапам анализа выбран аналогично линейным вероятностным моделям и предполагал наличие трех групп переменных. Результаты представлены в таблице 37.

Таблица 37 – Результаты оценки логистических моделей вероятности успешного завершения сделки (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Модель этапа 1		Модель этапа 2		Модель этапа 3	
		коэф-т	значимость	коэф-т	значимость	коэф-т	значимость
Константа	C	2,4272	***	2,0186	***	2,3371	***
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,1135	***	-0,1174	***	-0,1307	***
Приобретенная доля, %	STAKE	-0,0111	***	-0,0084	***	-0,0097	***
Величина процентной ставки EURIBOR, %	EURR1M	0,0789	***	0,1106	***	0,8055	***
Принадлежность одного из участников сделки к России	RUS	-	-	0,3157	***	0,0851	***
Горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации)	STR2	-	-	0,2100	***	0,1179	*
Несвязанная диверсификация внутри отрасли	STR6	-	-	0,1598	*	0,2544	*
Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов)	STR8	-	-	0,3827	***	0,2619	**
Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний	STR11	-	-	0,7905	***	0,7394	***
Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	-	-	-	-	-0,0939	***
Недовольство отдельных групп населения	FSIC3	-	-	-	-	0,1939	***
Экономический спад и бедность	FSIE1	-	-	-	-	0,0075	
Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	-	-	-	-	0,1706	***
Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	-	-	-	-	-0,1153	***
Права человека и верховенство закона	FSIP3	-	-	-	-	-0,1947	***
R-квадрат Наделькерсена, %			0,0550		0,0732		0,1081
Площадь под ROC-кривой			0,5555		0,5685		0,6321
Нижняя граница доверительного интервала площади под ROC-кривой			0,5354		0,5486		0,6108
Верхняя граница доверительного интервала площади под ROC-кривой			0,5756		0,5884		0,6534

Примечание: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$; «-» означает, что данная переменная не включалась в спецификацию уравнения;

При оценке логистических моделей подтверждены все знаки коэффициентов и, следовательно, основные выводы, полученные для линейной вероятностной модели. Всего один коэффициент незначим на уровне 10 % (коэффициент при переменной FSIE1 в модели этапа 3).

Таким образом, можно сделать вывод о том, что все модели имеют достаточную объясняющую способность, но добавление факторов внешней среды (компоненты индекса FSI) в рамках этапа 3 позволило добиться существенного прироста коэффициента R-квадрат Наделькерсена, что свидетельствует о высоком влиянии политических факторов на вероятность успешного завершения сделок слияний и поглощений.

Также для оценивания результатов логистической модели использован инструмент кривой ошибок (ROC-кривой), представляющий собой зависимость доли верных положительных классификаций от доли ложных положительных классификаций при варьировании порога решающего правила. На рисунке 9 построена ROC-кривая для модели этапа 3, характеризующейся наибольшей объясняющей способностью.

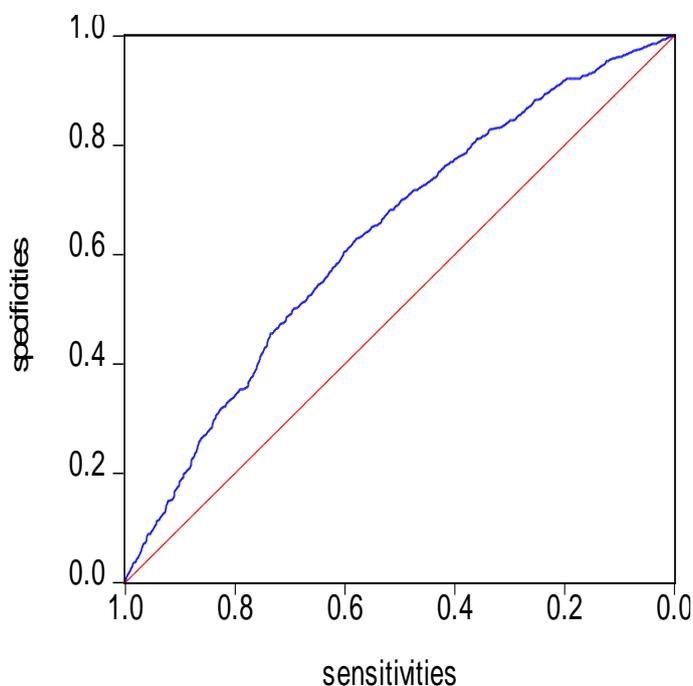


Рисунок 9 – Оценка площади под ROC-кривой для модели этапа 3 (авт. на осн. [188])

Отклонение кривой, характеризующей качество оценивания (ROC-кривая, обозначена синим цветом на рисунке 9), от референсной линии (диагональ на рисунке 9), позволяет оценить качество предложенной модели. Граничным критерием наличия прогностической силы модели является значение площади под ROC-кривой более 0,5 [155, с. 15]. Анализируя значение площадей под ROC-кривой, можно указать, что каждая из моделей имеет значение данного коэффициента выше 0,5, что свидетельствует о наличии прогностической силы всех трех моделей (высокий уровень правильной классификации результатов сделок слияний и поглощений). Кроме того, можно отметить, что даже нижняя граница доверительного интервала площади под ROC-кривой каждой из моделей находится выше отметки 0,5.

В целом по результатам моделирования вероятности успешного завершения сделок сделаны следующие выводы:

1) целесообразность построения модели обуславливается значительным числом сделок слияний и поглощений предприятий электроэнергетического комплекса, которые не имели успешного завершения, в особенности это важно для наиболее крупных по сумме сделок;

2) вероятность успешного завершения сделок статистически выше: для менее крупных по величине сделок; сделок, связанных с приобретением большей доли компании; сделок, в которых хотя бы один из участников является российской компанией;

3) рост процентной ставки EURIBOR приводит к росту вероятности успешного завершения сделок в конкретный момент времени;

4) применяемые компаниями стратегии развития являются фактором, влияющим на успешность завершения сделок: с большей вероятностью успешного завершения сделок статистически связаны стратегии горизонтальной интеграции внутри энергетики (кроме генерации), несвязанной диверсификации внутри энергетики, вертикальной интеграции «вперед» вне энергетики, а также приобретения финансовыми организациями энергетических компаний;

5) факторы внешней среды (экономические, политические, социальные) значимо влияют на вероятность успешного завершения сделок слияний и поглощений и способны как увеличивать, так и сокращать вероятность успешного завершения сделки.

Таким образом, разработанные в §2.2. и §2.3. модели в совокупности могут рассматриваться как инструмент стратегического планирования, учитывающие специфику предприятий электроэнергетического комплекса, позволяющие адекватно интерпретировать выделенные взаимосвязи между факторами и независимыми переменными, обладающие достаточной объясняющей способностью по критериям F-статистики, коэффициенту возрастания дисперсии (VIF) и тесту Рамсея. Следовательно, данные модели могут быть положены в основу разработки методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса.

ГЛАВА 3. МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К СТРАТЕГИЧЕСКОМУ ПЛАНИРОВАНИЮ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО КОМПЛЕКСА НА ОСНОВЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

3.1. Методическое обеспечение процесса стратегического планирования на основе моделирования результатов сделки

Целью создания методического подхода к реализации сделок слияний и поглощений является формализация и упорядочение процесса стратегического планирования на предприятиях электроэнергетического комплекса. Это обеспечит рост качества принимаемых стратегических решений, касающихся выработки стратегий развития бизнеса с использованием сделок слияний и поглощений, а также достижение стратегических задач развития электроэнергетической отрасли. Упорядочение процесса стратегического планирования может выражаться в формализации этапов стратегического планирования, а также описании мероприятий, реализуемых на каждом этапе. Повышение качества принимаемых решений связано с прогнозированием цены сделки. Особенностью авторской методики является включение в процесс стратегического планирования показателя вероятности успешности завершения сделки. При разработке методического подхода учтены результаты имеющихся исследований процесса стратегического планирования, а также оценки вероятности успешного завершения реализуемых сделок на основе предложенных автором моделей оценки сделки и вероятности успешного завершения сделки. Решение стратегических задач развития отрасли связано с улучшением целевых показателей функционирования и развития электроэнергетической отрасли, установленных нормативными документами.

Поскольку методический подход к реализации сделок слияний и поглощений является элементом системы стратегического планирования, необходимо проанализировать составляющие системы стратегического планирования, которые должны быть учтены при создании методического подхода.

К. Кристенсен выделяет стратегии слияний и поглощений как один из видов стратегий расширения масштабов деятельности, наряду со стратегиями внутреннего развития и создания стратегических союзов [127, с. 68].

При этом К. Кристенсеном отмечается, что при использовании стратегий создания стратегического союза часто возникают проблемы, связанные с необходимостью увязать изменяющиеся цели и потребности партнеров, что приводит к длительности переговорного процесса. Это является аргументом к применению сделок слияний и поглощений как инструмента реализации корпоративной стратегии. Кроме того, можно отметить, что слияния и поглощения могут выступать элементом как стратегии развития бизнеса, так и стратегии сокращения бизнеса в зависимости от того, выступает ли компания в качестве инициатора или объекта сделки.

Д. Депамфилис отмечает, что слияния и поглощения могут выступать эффективным инструментом корректировки стратегии компании [48, с. 30]. Данный мотив проведения сделок слияний и поглощений назван Д. Депамфилисом теорией корректировки стратегии. Можно согласиться с тем, что в ситуации, когда для реализации стратегии требуются специфичные ресурсы, которые не могут быть свободно воспроизведены, наиболее быстрым и, зачастую, единственным возможным вариантом реализации стратегии может быть использование сделок слияний и поглощений.

Задачи процесса стратегического менеджмента, который по мнению автора настоящего исследования, является синонимичным понятием по отношению к механизму стратегического управления, сформулированные А. Томпсоном и А. Стриклендом, предполагают решение следующих стратегических задач:

- 1) формирование стратегического видения;
- 2) постановка целей;
- 3) разработка стратегии;
- 4) реализация стратегии;

5) оценка результатов и корректировка стратегического видения... [125, с. 35].

А. Томпсон и А. Стрикленд предполагают необходимость последовательной реализации указанных пяти задач, при этом на каждом из этапов возможен пересмотр или внесение улучшений. При разработке авторского подхода использованы предлагаемые А. Томпсоном и А. Стриклендом схемы процесса разработки и реализации стратегий с учетом отраслевых особенностей предприятий электроэнергетического комплекса. В данном контексте к таким отраслевым особенностям можно отнести невозможность реализации полного спектра стратегий по причине ограниченного числа потенциальных контрагентов, а также существенную долю сделок слияний и поглощений, не имеющих успешного завершения.

При анализе процесса разработки стратегии в различных отраслях А. Томпсон и А. Стрикленд отдельно не рассматривают особенности электроэнергетики, отмечая лишь важность конкурентных преимуществ диверсифицированной компании [125, с. 258–324], что является аргументом, подтверждающим необходимость анализа стратегий диверсификации, в том числе несвязанной диверсификации, а также стратегий с участием финансовых организаций.

Процесс стратегического планирования, по мнению Ф. Эванса, осуществляется для определения целей и направления развития бизнеса [139, с. 53]. Ф. Эванс разделяет факторы, идентифицируемые при анализе конкуренции на всех уровнях стратегического планирования, на факторы стоимости и факторы риска. Обобщая подход Ф. Эванса, можно предположить, что и оценка процесса стратегического планирования в целом, в том числе осуществляемого посредством реализации сделок слияний и поглощений, должна основываться на факторе стоимости (таким фактором можно считать цену сделки), а также факторе риска (одним из таких факторов можно считать вероятность успешного завершения сделки).

Таким образом, в результате краткого обзора исследований, посвященных стратегическому планированию, можно сделать вывод, что сделки слияний и по-

глощений являются традиционным инструментом реализации стратегий развития предприятия.

Анализ исследований по проблемам стратегического планирования в электроэнергетическом комплексе показал, что многие авторы отмечают важность совершенствования качества стратегического планирования. Это объясняется тем, что с ростом качества стратегических решений в отрасли появится возможность обновления технологий [78], улучшения производственных показателей (в частности, снижение аварийности) [79], а также решения социальных задач экономики в целом [118]. Тем не менее, в ряде исследований авторы предлагают лишь рекомендации, относящиеся к экономике в целом, не рассматривая уровень предприятия. Можно утверждать, что решение задач развития отрасли в современных условиях невозможно без изменения подходов к стратегическому планированию, применяемых предприятиями как самостоятельными субъектами экономической деятельности.

Обоснование подхода к стратегическому планированию на уровне предприятия должно основываться на анализе эффективности функционирования электроэнергетики [111] и, таким образом, быть направленным на улучшение показателей, относящихся к функционированию электроэнергетического комплекса. Подход Э.Р. Сахаутдиновой предполагает последовательную реализацию следующих этапов: определение стратегических целей, определение стратегических альтернатив, выбор стратегии развития, что соотносится с этапами, предлагаемыми А. Томпсоном и А. Стриклендом. Э.Р. Сахаутдинова указывает в качестве требований к процессу стратегического планирования максимальную формализацию и, кроме того, обозначает необходимость применения математических моделей, но не предлагает конкретного механизма их реализации. Данная гипотеза использована автором настоящего диссертационного исследования при создании типологии стратегий развития компаний, а также моделей оценки цены сделок слияний и поглощений и вероятности их успешного завершения.

Построение методического подхода к стратегическому планированию, по мнению автора, должно быть основано на объективных результатах моделирования сделок слияний и поглощений. В немногочисленных российских исследованиях, объектом которых являются сделки слияний и поглощений компаний, относящихся к сфере электроэнергетики, наиболее распространенной моделью в настоящее время является оценка вероятности участия компании в сделках слияний и поглощений [16]. В то же время, участие в сделке само по себе нельзя рассматривать как реализацию стратегии предприятия. Оценка же вероятности успешного завершения сделки не изучалась в силу необходимости поиска соответствующего инструментария для построения моделей, хотя именно это дает понимание успешности разработанной стратегии развития предприятия.

Анализируя содержание стратегий развития компаний электроэнергетики, Л.В. Калимуллин оценивает уровень внедрения передовых практик стратегического планирования в наиболее крупных компаниях как «неоднородный» [68]. Можно предположить, что и компании небольшого и среднего размеров, которые в настоящий момент становятся все более активными участниками рынка слияний и поглощений, также нуждаются в создании методического подхода к процессу стратегического планирования с использованием сделок слияний и поглощений.

Таким образом, по результатам проведенного анализа источников можно сделать вывод о том, что в настоящее время не существует целостного методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса, основанного на моделировании двух фундаментальных параметров сделок – цены и вероятности успешного завершения сделок.

Изучение особенностей сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе позволило получить вывод о том, что методический подход к стратегическому планированию в электроэнергетическом комплексе на основе осуществления сделок слияний и поглощений должен соответствовать следующим требованиям:

1) учитывать стратегии компании-инициатора сделки и компании-объекта сделки как двух равноправных участников сделок слияний и поглощений;

2) использовать показатели, характеризующие результат сделки: цену сделки и вероятность успешного завершения сделки;

3) учитывать отраслевые особенности электроэнергетического комплекса, а именно характер применяемых участниками стратегий и ограниченное число потенциальных контрагентов в сделках слияний (поглощений);

4) позволить использовать процедуры, выполняемые в рамках системы управления рисками, а именно выработку стратегии и тактики управления рисками, проведение мероприятий по управлению рисками [102].

Авторская схема методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса [123, с. 141–150], отвечающая описанным требованиям, представлена на рисунке 10.

Предлагаемый автором методический подход к стратегическому планированию включает последовательную реализацию нескольких этапов.

Этап 1. Определение допустимого множества стратегий участников сделок слияний и поглощений. На данном этапе участники определяют перечень стратегий, которые потенциально могут быть реализованы. Могут быть выбраны как стратегии органического роста, так и стратегии, реализуемые с использованием сделок слияний и поглощений. Выбор стратегий, реализуемых с помощью сделок слияний и поглощений, производится с помощью авторской типологии, включающей в себя 11 стратегий (§1.3).

Этап 2. Проверка, может ли хотя бы одна из выбранных стратегий быть реализована с помощью сделок слияний и поглощений. В том случае, если ни одна из выбранных стратегий не может быть реализована путем использования сделок слияний и поглощений, происходит возврат к этапу 1 (возможно, на следующем этапе корректировки (пересмотра) стратегии предприятия).

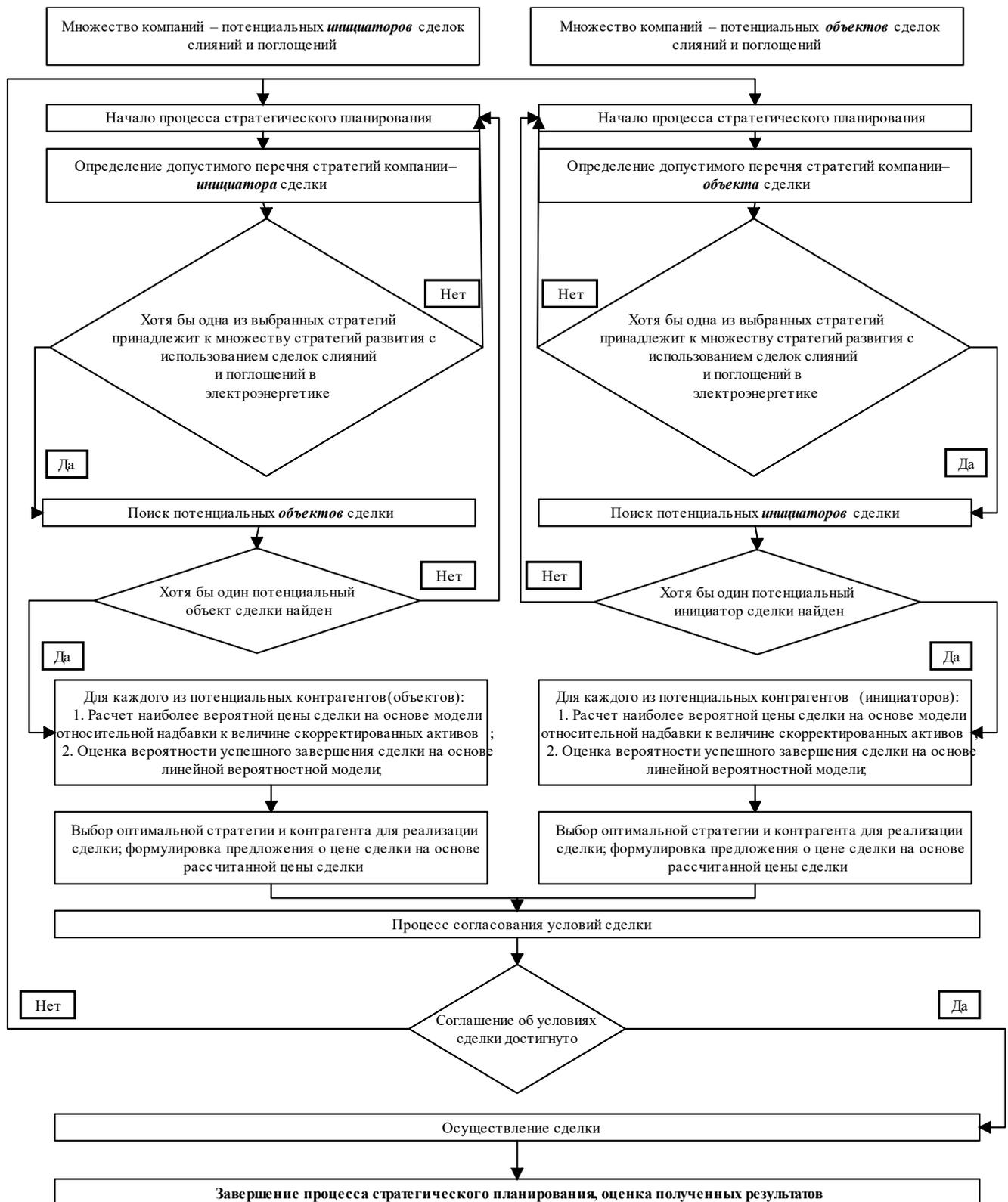


Рисунок 10 – Этапы методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса (авт. [123])

Этап 3. Поиск потенциальных участников сделки слияния (поглощения). Компании-инициаторы сделок формируют список потенциальных объектов сде-

лок, компании-объекты сделки формируют список предполагаемых покупателей. Данная процедура может производиться лицами, принимающими решение, самостоятельно либо с привлечением сторонних организаций (например, инвестиционные банки). Если компания не смогла найти ни одного потенциального контрагента, готового по мнению лиц, принимающих решение, стать участником сделки, происходит возврат на этап 1, предполагающий возможность корректировки стратегии компании (например, в виде расширения перечня допустимых стратегий).

Этап 4. Проведение расчета цен сделок и вероятностей успешного завершения сделок для всех отобранных на этапе 3 потенциальных участников сделки. Полученная величина цены сделки используется в качестве ориентира в процессе согласования условий сделки.

Этап 5. Выбор оптимального контрагента на основе цен сделок и вероятностей успешного завершения сделок (либо принятие решение об отказе от проведения сделки), формулировка предложения по цене сделки.

Этап 6. Процесс согласования условий сделки (переговорный процесс). Если данный процесс не имел успешного завершения, происходит возврат к этапу 1 (может быть произведен пересмотр списка допустимых стратегий либо осуществляется выбор других потенциальных контрагентов для проведения сделки).

Этап 7. Проведение сделки слияния (поглощения) и анализ полученных результатов.

Предложенная модель формирования цены сделки на основе относительной надбавки может быть использована в процессе стратегического планирования в компании до момента совершения сделки, а также в ходе проведения сделки. Варианты использования модели представлены на рисунке 11.

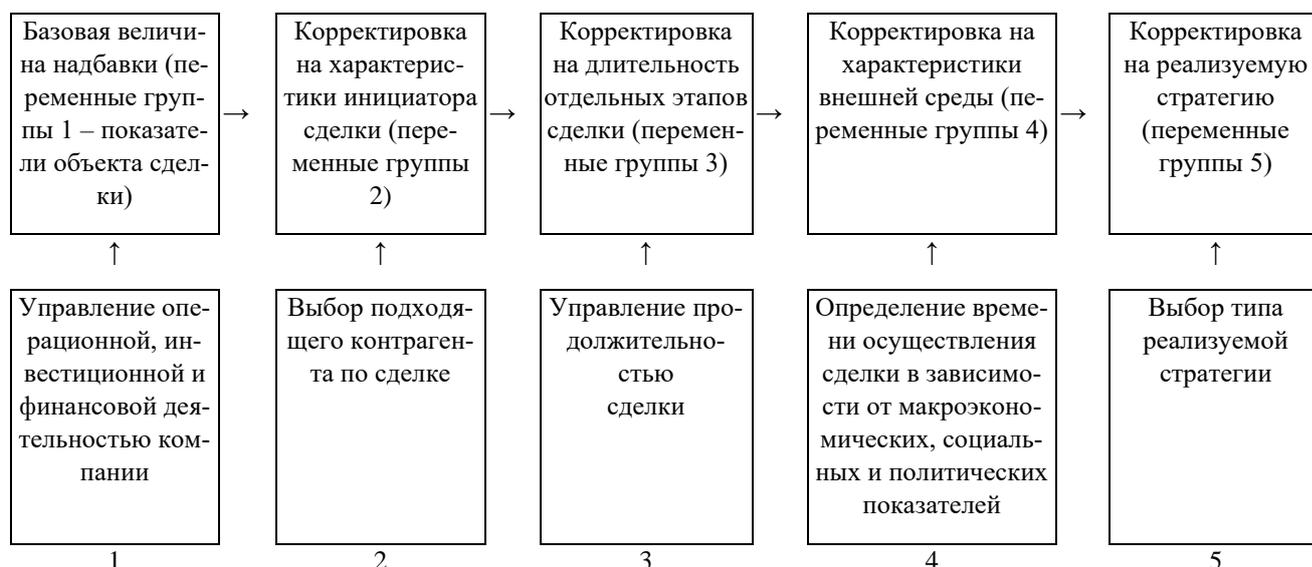


Рисунок 11 – Схема построения модели формирования цены сделки (авт.)

До момента принятия решения о проведении сделки возможно управление операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью с целью влияния на показатели, указанные в модели, а именно величину совокупных активов и текущих обязательств (для инициатора и объекта сделки), выручку и прибыль после уплаты налогов (для объекта сделки), а также выбор вида реализуемой стратегии и контрагента по сделке (для инициатора и объекта сделки). Кроме того, имеется возможность выбора времени совершения сделки в зависимости от динамики макроэкономических, социальных и политических показателей. С момента появления первых сведений о сделке имеется возможность управления продолжительностью этапов совершения сделки, что также оказывает влияние на цену сделки.

Использование в процессе стратегического планирования модели определения вероятности успешного завершения сделки возможно до момента начала совершения сделки с целью управления вероятностью успешного завершения сделки. Способы использования модели в процессе стратегического планирования представлены на рисунке 12.

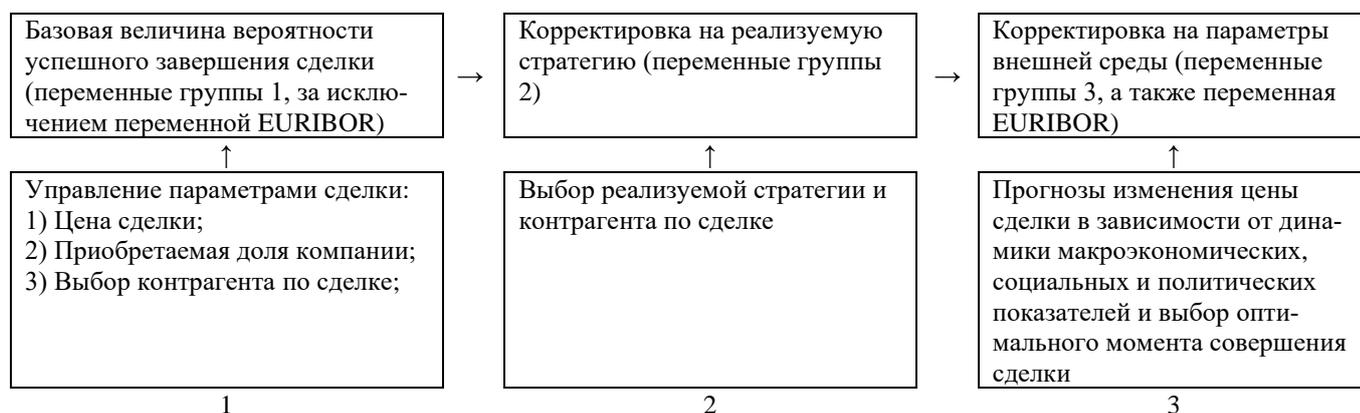


Рисунок 12 – Использование модели вероятности успешного завершения сделки в процессе стратегического планирования (авт.)

Базовая величина вероятности успешного завершения сделки рассчитывается на основе цены сделки, величины приобретаемой доли компании, процентной ставки EURIBOR и страновой принадлежности участников. Следует учитывать, что увеличение цены сделки и размера приобретаемой доли статистически приводят к уменьшению вероятности успешного завершения сделки. Вместе с тем корректировка величины приобретаемой доли в широком диапазоне не всегда возможна, поскольку стратегия участников предполагает приобретение или продажу определенной доли предприятия. Перенос срока проведения сделки также может увеличить вероятность успешного завершения, если за указанный промежуток ожидается увеличение процентной ставки EURIBOR. С точки зрения страновой принадлежности, выбор контрагента по сделке, принадлежащего к Российской Федерации, может быть оправданным с точки зрения увеличения вероятности успешного завершения сделки для иностранной компании.

Выбор типа реализуемой стратегии и контрагента по сделке способен увеличить вероятность успешного завершения сделки, если выбираются стратегии горизонтальной интеграции внутри энергетики (кроме генерации), несвязанной диверсификации внутри отрасли, вертикальной интеграции «вперед» вне отрасли или приобретения финансовыми организациями энергетических компаний.

Внешние факторы разнонаправленно влияют на вероятность успешного завершения сделки. Выбор компании-объекта, принадлежащего к стране с проблемами в сфере безопасности или верховенства закона приведет к снижению веро-

ятности успешного завершения сделки. Для стран с противоречиями внутри социальных групп или актуальной проблемой эмиграции вероятность успешного завершения сделки, напротив, выше.

Для практической реализации предложенного алгоритма проведен анализ стратегий с точки зрения совместного влияния на цену и вероятность успешного завершения сделок. Результаты проведенного анализа представлены в таблице 38 (в скобках указаны номера стратегий в авторской типологии, см. §1.3).

Таблица 38 – Матрица влияния типов стратегий на цену и вероятность успешного завершения сделки (авт.)

Показатели	Базовая вероятность успешного завершения сделки	Более высокая вероятность успешного завершения сделки
Выручка объекта сделки	–	Большее влияние выручки на рост цены сделки (стратегия 6)
Прибыль объекта сделки	Отсутствие влияние прибыли на цену сделки (стратегия 1); Большее влияние прибыли на рост цены сделки (стратегии 4 и 7)	Отрицательное влияние прибыли на цену сделки (стратегия 8)
Активы объекта сделки	–	Большее влияние величины активов на уменьшение цены сделки (стратегия 11)

Матрица, представленная в таблице 36, может служить ориентиром для выбора типа стратегий в сделках слияний и поглощений. Практическую значимость имеют, в частности, следующие рекомендации:

1) при выборе стратегий 4 (вертикальная интеграция «назад» внутри отрасли) и 7 (вертикальная интеграция «назад» вне отрасли) приобретение компании с большей прибылью означает уплату более высокой надбавки. Следовательно, предпочтительными являются другие стратегии, в которых уровень надбавки остается на базовом уровне;

2) при реализации стратегии 6 (несвязанная диверсификация внутри отрасли) общая закономерность более высокой надбавки для объектов сделок с большей выручкой выражена более существенно, следовательно, такие сделки обойдутся покупателю дороже;

3) при выборе стратегии 8 (вертикальная интеграция «вперед» вне отрасли) большая прибыль компании-цели статистически приводит к уменьшению величины надбавки, что является выгодным для покупателей подобных предприятий;

4) для лиц, принимающих стратегические решения, менее рискованными являются стратегии с большей вероятностью успешного завершения, а именно стратегии 2 (горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации)), 6 (несвязанная диверсификация внутри отрасли), 8 (вертикальная интеграция «вперед» вне отрасли) и 11 (приобретение финансовыми организациями энергетических компаний);

5) при выборе объекта для приобретения следует учитывать, что целесообразнее приобрести долю крупной компании по сравнению с получением полного контроля над компанией меньшего размера; в этом случае относительная надбавка к цене будет ниже. В этом случае также вероятность успешного завершения будет выше, поскольку меньше риск отказа в сделке со стороны антимонопольных органов;

б) при выборе стратегий, связанных с приобретением электроэнергетических активов в зарубежных странах, следует учесть, что вероятность успешного завершения такой сделки для российских компаний будет выше, чем в случае, когда покупатель является резидентом другого государства;

7) при выборе объектов для приобретения внутри России для принятия стратегических решений целесообразно выбрать период времени, в котором будет высока вероятность снижения относительной надбавки. Такие периоды времени характеризуются внешней и внутренней нестабильностью.

Для каждой из указанных рекомендаций модель дает ответ на вопрос о конкретных значениях повышения или снижения надбавки к цене. Таким образом, по результатам моделирования сделаны практические рекомендации для выбора оптимальных стратегий лицами, принимающими стратегические решения.

Далее проведена оценка влияния факторов внешней среды на цену сделки и вероятность ее успешного завершения (таблица 39).

Таблица 39 – Матрица влияния факторов внешней среды на цену и вероятность успешного завершения сделки (авт.)

Показатели	Более низкая вероятность успешного завершения сделки	Базовая вероятность успешного завершения сделки	Более высокая вероятность успешного завершения сделки
Отрицательное влияние на цену сделки	FSIC1 (Состояние аппарата безопасности государства); FSIS1 (Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы)	FSIS2 (Проблемы беженцев и временно перемещенных лиц); FSIX1 (Вмешательство других стран во внутреннюю политику)	–
Отсутствие влияния на цену сделки	FSIP3 (Права человека и верховенство закона)	Все остальные факторы внешней среды	FSIC1 (Состояние аппарата безопасности государства); FSIE1 (Нахождение экономики государства в фазе спада);
Положительное влияние на цену сделки	–	–	FSIE3 (Эмиграция и «утечка» мозгов)

С позиции объектов сделки, наиболее благоприятны изменения во внешней среде, приводящие к снижению цены сделки и росту вероятности ее завершения, а именно утечка квалифицированной рабочей силы из страны. Наиболее неблагоприятными же изменениями являются нарастание проблем в аппарате безопасности государства и резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы.

Факторы нарастания недовольства отдельных групп населения и углубление экономического спада можно отнести к благоприятным факторам как для инициаторов, так и для объектов сделки, поскольку их результатом является увеличение вероятности успешного завершения сделки. Напротив, усиление проблем в сфере соблюдения прав человека и обеспечения верховенства закона неблагоприятны для всех участников сделок, поскольку ведут к снижению вероятности успешного завершения сделки.

С позиции осуществления сделок слияний и поглощений усиление проблем в отношении беженцев или внешней безопасности государства является негативным фактором для объектов сделок и позитивным фактором для инициаторов сделок, поскольку ведет к снижению ожидаемых цен сделок.

Использование выводов относительно влияния факторов внешней среды на параметры сделок в практике стратегического планирования может включать в себя составление или использование прогнозов динамики указанных факторов с целью выбора оптимального времени совершения сделки.

Применение указанных рекомендаций позволяет получить следующие эффекты для предприятий:

- 1) повышение качества стратегического планирования в связи с возможностью выбора из большего количества контрагентов по сделке;
- 2) повышение вероятности получения экономических выгод инициатором сделки;
- 3) сокращение риска инициирования неуспешной сделки;
- 4) ускорение процесса стратегического планирования за счет сокращения сроков подготовки к сделке.

Таким образом, процесс стратегического планирования на предприятиях электроэнергетического комплекса на основе осуществления сделок слияний и поглощений является сложной, многошаговой процедурой, которая не всегда имеет однозначное и положительное завершение, поскольку окончательный выбор стратегии и контрагента по сделке находится в зоне ответственности лиц, принимающих решение. Модели определения цены сделки и вероятности успешного завершения сделки предоставляют для этого выбора необходимую информацию. В ряде случаев подходящий контрагент по сделке может быть не найден; кроме того, часть сделок не имеет успешного завершения по причине неудачного завершения процедуры согласования условий сделки.

В рамках предлагаемого методического подхода для принятия решений о проведении сделок используются модели определения цены сделки на основе величины относительной надбавки и вероятности успешного завершения сделки. Результаты расчетов в рамках указанных моделей могут быть использованы при разработке внутрифирменных процедур, обеспечивающих управление рисками.

Использование предлагаемого методического подхода может привести к активизации использования сделок слияний и поглощений как инструмента реализации стратегии развития предприятий за счет повышения качества прогнозирования цены и вероятности успешного завершения сделок. Как указано в §1.1, реализация стратегий развития предприятий, отобранных на основании авторского подхода, будет способствовать повышению качества стратегического планирования в отрасли в целом и найдет отражение в улучшении показателей развития электроэнергетической отрасли. Поэтому завершающим этапом исследования является анализ взаимосвязи стратегий с показателями эффективности электроэнергетической отрасли.

3.2. Стратегии слияний и поглощений и решение стратегической задачи обновления основных фондов в электроэнергетике

Использование предложенного методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса приведет к активизации сделок слияний и поглощений по следующим причинам:

- 1) более частый выбор в пользу стратегий с использованием сделок слияний и поглощений (в противоположность стратегиям органического роста);
- 2) перебор большего числа потенциальных вариантов сделок слияний и поглощений за счет более быстрого по сравнению с традиционными методами оценки бизнеса расчета ожидаемых цен сделок и вероятности успешного завершения сделки на основе авторских моделей;
- 3) более оперативное принятие решений и улучшение качества стратегического планирования за счет использования объективных показателей, относящихся к сделке слияния (поглощения);
- 4) рост числа успешно реализованных сделок слияний (поглощений) за счет выбора в пользу вариантов, имеющих большую вероятность успешного завершения.

Рост активности компаний на рынке слияний и поглощений, в свою очередь, должен приводить к улучшению показателей, относящихся не только к участникам таких сделок, но и отрасли в целом. Представляется, что влияние на отрасль в целом может происходить не только за счет реализации синергетического эффекта, который может являться прямым результатом сделок слияний и поглощений, но и за счет создания стимулов для других предприятий отрасли (не принимавших участия в сделках слияний и поглощений) к улучшению характеристик собственной деятельности с целью обеспечения ответа на усиление конкурентных позиций компаний, реализовавших стратегии с использованием слияний и поглощений [70]. Таким образом, представляется целесообразным проанализировать изменение ключевых показателей функционирования электроэнергетической отрасли в ответ на усиление интенсивности сделок слияний и поглощений.

В числе проблем функционирования электроэнергетической отрасли, обозначенных в нормативных документах, имеет место дефицит инвестиционных ресурсов [12] и высокий уровень износа основных фондов [10], а также необходимость повышения уровня энергетической безопасности. В связи с этим одной из стратегических задач развития отрасли Правительством обозначено увеличение объема инвестиций в основные фонды. Результатом инвестиций выступает обновление основных фондов, поэтому для оценки эффективности инвестиций требуется проанализировать соответствующие показатели (коэффициенты обновления и выбытия основных фондов, а также степень износа основных фондов). В «Энергетической стратегии Российской Федерации» на период до 2035 года установлены целевые ориентиры темпов роста инвестиций в основной капитал в топливно-энергетическом комплексе на уровне 135-140 процентов в 2024 году и 180-200 процентов в 2035 году к уровню 2018 года [12].

В качестве интегрированного показателя, характеризующего тенденции изменения качества основных фондов в электроэнергетической отрасли, предложено использовать относительный коэффициент обновления основных фондов в

электроэнергетике по сравнению с экономикой в целом (K), рассчитываемый по следующей формуле:

$$K = \frac{\text{Коэфф – т обновления основных фондов в электроэнергетике}}{\text{Коэфф – т обновления основных фондов в экономике в целом}} \quad (4)$$

Предлагаемый коэффициент имеет следующие достоинства. Во-первых, простота расчета за счет наличия в открытом доступе всех необходимых данных и интерпретации полученных результатов (значение коэффициента более 1 рассматривается в качестве предпочтительного значения). Во-вторых, за счет использования относительного показателя имеется возможность сравнения различных периодов экономического цикла, в ходе которых интенсивность обновления основных фондов может существенно колебаться. В-третьих, применимость без дополнительной корректировки к отдельным подотраслям электроэнергетического комплекса.

В систему показателей эффективности функционирования электроэнергетической отрасли также включены следующие статистические показатели, учтенные в документах, отражающие развитие электроэнергетической отрасли [12; 11]:

- 1) коэффициент обновления основных фондов;
- 2) коэффициент выбытия основных фондов;
- 3) износ основных фондов;
- 4) доля полностью изношенных основных фондов.

Указанные четыре показателя используются для подтверждения значения относительного коэффициента обновления основных фондов в электроэнергетике по сравнению с экономикой в целом, а также для получения дополнительной информации о динамике обновления основных фондов. В таблице 40 представлены исходные данные для анализа показателей 1–3, данные по показателю 4 представлены в таблице 41.

Таблица 40 – Показатели использования основных фондов и общая сумма сделок слияний и поглощений в электроэнергетике (2004–2021 гг.) (авт. [123])

Год	Коэфф-т обновления осн. фондов (электроэнергетика)	Коэфф-т вы-бытия осн. фондов (электроэнергетика)	Износ основных фондов, %*		Сумма сделок слияний и поглощений, млрд евро	Относит. коэффициент обновления осн. фондов в электроэнергетике по сравнению с экономикой в целом
			все отрасли	электроэнергетика		
2004	1,9	0,7	43,5	55,6	0,10	0,70
2005	2,1	0,7	45,2	52,2	0,32	0,70
2006	2,3	0,5	46,3	51,4	5,05	0,70
2007	3,0	0,3	46,2	52,7	14,81	0,75
2008	3,4	0,3	45,3	51,2	11,28	0,77
2009	3,6	0,4	45,3	50,7	4,89	0,88
2010	4,1	0,3	47,1	51,1	11,60	1,11
2011	5,4	0,4	47,9	50,5	2,68	1,17
2012	5,9	0,5	47,7	47,8	5,85	1,23
2013	5,7	0,4	48,2	47,6	7,77	1,24
2014	5,1	0,5	49,4	47,3	3,54	1,19
2015	4,0	0,3	47,7	44,5	0,15	1,03
2016	5,0	0,4	48,1	45,6	0,62	1,14
2017	4,9	0,3	47,3	45,2	0,43	1,14
2018	5,6	0,3	46,6	45,6	2,42	1,19
2019	4,4	0,3	47,2	45,7	0,05	0,94
2020	4,1	0,3	47,4	47,6	0,07	1,05
2021	3,7	0,3	48,0	48,5	0,09	0,93

Источник: <https://rosstat.gov.ru/folder/14304>

* с учетом корректировки на изменение методологии расчета, вызванной исключением жилой недвижимости предприятий из общей величины активов, используемых при расчете износа основных фондов;

По итогам анализа таблицы 40 приходим к выводу, что в период с 2004 по 2021 г. проблема высокого износа основных фондов являлась актуальной как для экономики в целом, так и для электроэнергетики, что подтверждается высокими значениями коэффициента износа основных фондов. Если в экономике в целом коэффициент износа растет, то в электроэнергетике снижается (с 55,6 % до 48,5 %). Это свидетельствует о том, что отрасль смогла в определенной степени переломить негативную динамику, которая сложилась за счет интенсивной эксплуатации основных фондов в 90–е гг. XX века и 2000–е годы.

Данные тенденции сопоставлены с ситуацией на рынке сделок слияний и поглощений в электроэнергетике в этом же периоде. В указанный период

наибольшая интенсивность сделок слияний и поглощений в электроэнергетике наблюдалась с 2006 по 2013 гг., что связано с реформированием отрасли и передачей активов генерирующих и сбытовых компаний. Сделки слияний и поглощений могут являться одной из практик, способствующей успешному трансферу технологий, наряду с созданием совместных предприятий и привлечением прямых иностранных инвестиций [103]. Логично предположить, что результат сделок слияний и поглощений, в том числе выражающийся в обновлении основных фондов в отрасли, проявляется не только в год завершения сделки, а распространяется и на ряд последующих лет. Более интенсивное обновление основных фондов в электроэнергетике по сравнению с экономикой в целом наблюдалось в 2010–2018 гг. Об этом свидетельствует значение переменной «Относительный коэффициент обновления основных фондов в электроэнергетике по сравнению с экономикой в целом», превышающее единицу. Такое значение может быть интерпретировано как более интенсивное обновление основных фондов в электроэнергетике по сравнению с экономикой в целом. Таким образом, можно сделать вывод о том, что высокая интенсивность сделок слияний и поглощений связана с динамикой обновления основных фондов с определенным временным лагом. Данный вывод подтверждается и анализом динамики коэффициентов обновления и выбытия основных фондов, а также износа основных фондов.

При анализе коэффициентов выбытия основных фондов следует учитывать, что в ряде случаев рост коэффициента выбытия свидетельствует о подготовке к масштабному обновлению основных фондов. Наиболее интенсивное выбытие основных фондов в электроэнергетике в сравнении с экономикой в целом наблюдалось в 2012–2014 гг. Можно сделать предположение о том, что на определенном этапе обновления основных фондов предприятия столкнулись с необходимостью избавления от наиболее устаревшей их части для того, чтобы продолжить начатый процесс обновления основных фондов.

Обобщающим показателем обновления и выбытия основных фондов является износ основных фондов. По состоянию на 2004 год износ основных фондов

отрасли «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» превышал износ основных фондов по экономике в целом на 12,1 процентного пункта (выше среднего по экономике в 1,28 раза). В 2021 году (с учетом корректировок на исключение жилой недвижимости, принадлежащих предприятиям, из расчета общего износа основных фондов) износ основных фондов в отрасли «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» приблизительно равен износу основных фондов по экономике в целом, что говорит о том, что за рассматриваемый период удалось решить задачу обновления фондов в электроэнергетике.

Наибольший риск с точки зрения обеспечения безопасности функционирования предприятий электроэнергетического комплекса представляет использование полностью изношенных основных фондов, относящихся к основной производственной деятельности, что обуславливает необходимость замены, прежде всего, таких основных фондов. Целесообразно анализировать основные фонды, относящиеся к производственной деятельности, поскольку непроизводственные активы не влияют напрямую на основную деятельность предприятия [29, с. 26–27]. В связи с этим результативность сделок слияний и поглощений с точки зрения вклада в решение задач обеспечения энергетической безопасности на уровне предприятий можно оценить с точки зрения сокращения доли полностью изношенных основных фондов, сведения о которых представлены в таблице 41.

Таблица 41 – Доля полностью изношенных основных фондов, относящихся к основной производственной деятельности предприятий электроэнергетики (авт. на осн. [92])

Год	в процентах									
	Все основные фонды		Здания		Сооружения		Машины и оборудование		Транспортные средства	
	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**
2004	14,8	17,6	4,0	3,0	14,1	16,8	26	27,7	13,0	24,5
2005	13,3	15,3	3,7	2,4	11,4	14,9	24,5	23,6	10,9	21,0
2006	13,3	13,4	3,8	2,4	11,8	14,3	22,8	17,6	12,3	21,1
2007	12,9	14,9	3,5	2,4	11,9	16,1	21,1	19,6	11,9	22,5
2008	13,1	12,7	3,4	2,2	12,3	14,5	20,9	15,2	11,1	20,0
2009	13,0	13,9	3,4	2,9	12,2	16,3	20,5	15,6	11,4	21,0
2010	13,5	14,9	3,5	2,9	13,0	18,3	21	14,9	11,3	22,2
2011	14,4	15,8	3,6	3,0	13,9	20,3	22	13,8	11,7	21,2

Окончание таблицы 41

Год	Все основные фонды		Здания		Сооружения		Машины и оборудование		Транспортные средства	
	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**
2012	14,0	12,2	3,5	3,1	13,2	14,2	21,8	12,7	10,5	20,0
2013	14,6	12,2	3,5	3,1	14,2	13,4	22,1	13,5	10,3	20,1
2014	14,9	10,8	3,4	2,2	14,4	12,3	23,1	12,5	10,7	20,6
2015	15,8	11,8	3,4	3,1	15,0	12,5	24,5	13,4	11,9	23,5
2016	16,9	12,2	3,5	3,1	16,4	12,7	26,0	14,5	11,8	26,9
2017	17,9	12,5	3,7	3,4	17,9	12,1	27,0	15,7	12,0	27,8
2018	18,7	13,1	3,9	3,3	19,0	12,2	27,8	17,9	11,5	30,0
2019	19,5	13,0	3,9	3,3	20,4	12,3	28,7	16,7	11,2	31,1
2020	20,6	14,2	4,1	3,9	21,7	12,4	30,2	19,3	11,5	32,9
2021	21,7	14,3	4,0	3,7	24,3	12,3	30,2	19,5	10,4	32,1

* данные по всем видам экономической деятельности; ** данные по виду экономической деятельности «обеспечение электрической энергией, газом и паром» (до 2016 г. – производство и распределение электроэнергии, газа и воды)

Курсивом в таблице 41 выделены данные, относящиеся к периоду, соответствующему наибольшему объему сделок слияний и поглощений в электроэнергетической отрасли.

Проблема наличия полностью изношенных основных фондов продолжает оставаться актуальной: по состоянию на конец 2021 г. почти 20 процентов машин и оборудования, а также почти треть транспортных средств в электроэнергетике выработали нормативный срок службы и, следовательно, требуют замены.

Период высокой интенсивности сделок слияний и поглощений в отрасли в 2007–2013 гг. связан с изменениями в структуре полностью изношенных основных фондов:

1) доля полностью изношенных основных фондов в отрасли сократилась с 14,9 % до 10,8 % за период с 2007 по 2014 год, что соответствует периоду наиболее интенсивного обновления основных фондов. При этом в экономике в целом за указанный период доля полностью изношенных основных фондов увеличилась, что подтверждает опережающий характер обновления основных фондов в электроэнергетике;

2) доля полностью изношенных машин и оборудования, а также сооружений в электроэнергетике сократилась в 1,57 раза за период с 2007 по 2014 год (в

экономике в целом за указанный период доля полностью изношенных машин и оборудования увеличилась);

3) транспортные средства предприятий электроэнергетической отрасли являются частью основных фондов, обслуживающей основную деятельность предприятий. Можно предположить, что обновление данной части основных фондов не рассматривалась как первоочередная задача обновления основных фондов, поэтому доля полностью изношенных транспортных средств в ответ на рост объема сделок слияний и поглощений сократилась несущественно.

Таким образом, рост объема сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе имел результатом улучшение качества основных фондов, наиболее уязвимых с точки зрения энергетической безопасности. Произошедшие изменения в качестве основных фондов следует рассматривать как направленные на реализацию стратегических задач развития предприятий электроэнергетического комплекса и отрасли в целом.

Положительная динамика качества основных фондов, достигнутая в 2007–2014 гг., не нашла продолжения в последующие годы. По состоянию на 2021 г. доля полностью изношенных машин и оборудования вернулась на уровень 2007 г., что свидетельствует о сохранении актуальности задачи обновления основных фондов на текущий момент.

Влияние реализуемых предприятиями электроэнергетического комплекса стратегий на показатели, связанные с состоянием основных фондов, можно подтвердить совместным анализом характеристик стратегий и их распространенности в практике сделок слияний и поглощений в Российской Федерации. На рисунке 13 представлены стратегии предприятий электроэнергетического комплекса в сопоставлении с элементами его структуры. Номера стратегий соответствуют авторской типологии и расшифрованы в таблице Г.3 (приложение Г).

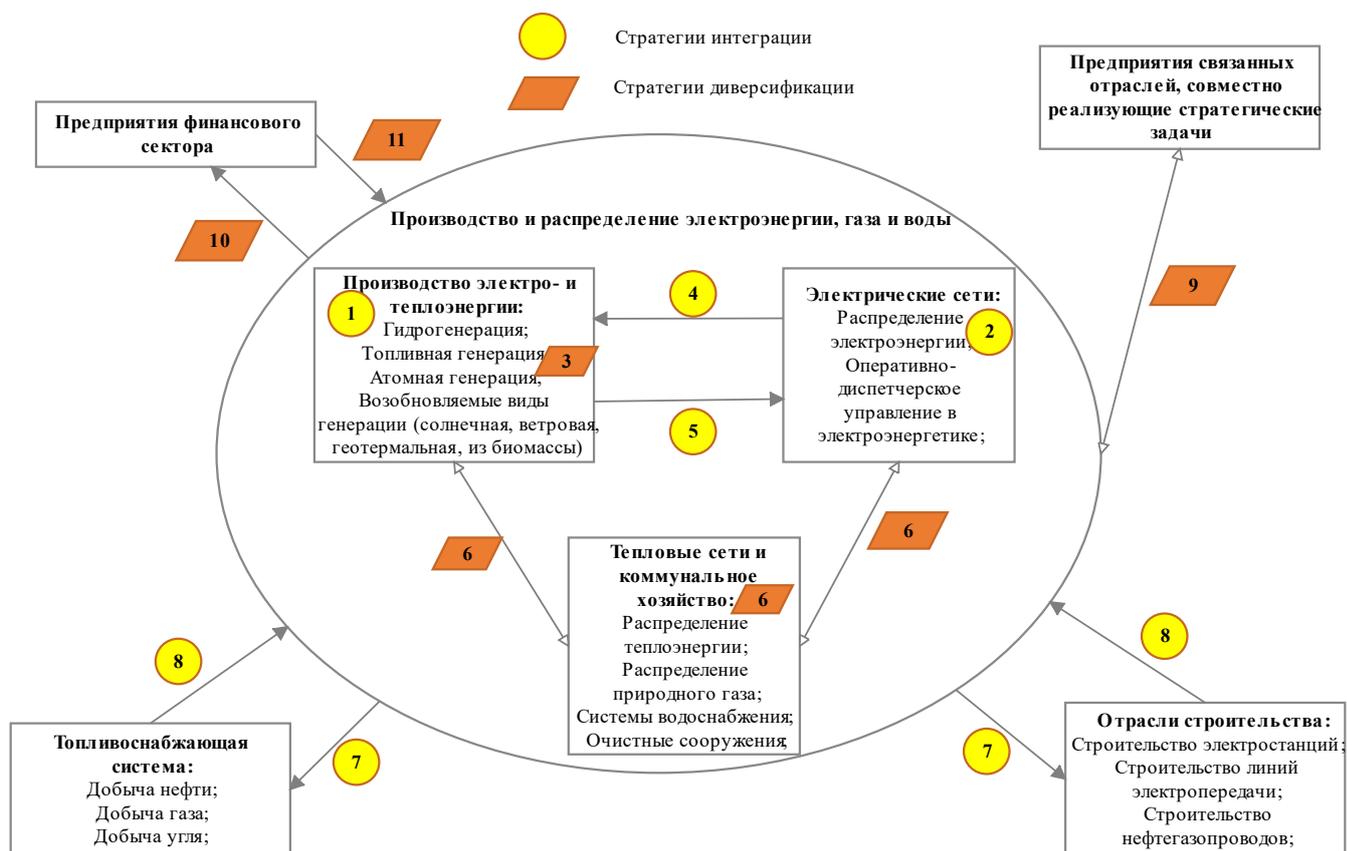


Рисунок 13 – Стратегии предприятий электроэнергетического комплекса (авт. [121])

Внутри электроэнергетической отрасли (обозначена овалом на рисунке) стратегическое взаимодействие может возникать как внутри подотраслей, так и между ними. Внутри подотрасли по производству электро- и теплоэнергии могут возникать стратегии интеграции или диверсификации в зависимости от того, к каким видам генерации принадлежат участники сделки. При взаимодействии подотраслей производства электро- и теплоэнергии и электрических сетей стратегия зависит от того, предприятие какой отрасли является инициатором сделки (стратегии вертикальной интеграции «назад» и «вперед» внутри отрасли).

При стратегическом взаимодействии с участием топливоснабжающей подсистемы и отраслей строительства в зависимости могут возникать отношения вертикальной интеграции «назад» и «вперед» вне отрасли.

Наиболее распространенными в Российской Федерации за период с 2000 по 2020 годы (см. таблицу 13) являлись следующие типы стратегий (в скобках указаны номер стратегии и доля от общего числа сделок):

1) приобретение финансовыми организациями энергетических компаний (стратегия 11, 31,6 %);

2) несвязанная диверсификация вне отрасли (стратегия 9, 26,7 %);

3) горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации) (стратегия 2, 10,4 %);

4) вертикальная интеграция «назад» вне отрасли (стратегия 4, 7,8 %).

Распространенность остальных семи стратегий составила 23,5 %.

Максимальное число сделок характерно для стратегии покупки энергетических компаний предприятиями финансового сектора, при реализации которой предприятия электроэнергетической отрасли получают доступ к финансовым ресурсам, необходимым для реализации инвестиционных программ и, как следствие, обновления основных фондов. Особую роль играют сделки с участием банков: между ПАО «Газпромбанк» и ОАО «Межрегионтеплоэнерго», АО «ИНГ Банк (Евразия)» и ООО «Дальневосточная энергетическая компания», ПАО «Банк «Возрождение» и ОАО «Ставропольэнергосбыт», ЗАО «Газэнергопромбанк» и ЗАО «Уралгазсервис», ООО «Дойче Банк» и ОАО «Тверьэнергосбыт», Европейский банк реконструкции и развития и АО ТЭПТС «Теплоэнерго». Предприятия финансового сектора, связанные с электроэнергетической отраслью стратегическими решениями, необходимо рассматривать как самостоятельных участников в составе связанных отраслей электроэнергетического комплекса, влияющих на стратегические задачи развития отрасли.

В рамках реализации стратегий горизонтальной и вертикальной интеграции одним из результатов сделок слияний и поглощений может стать перераспределение денежных средств между предприятиями в пользу тех, которые могут добиться большей эффективности их инвестирования, что также оказывает влияния на состояние основных фондов электроэнергетической отрасли.

Проведенный анализ позволил прийти к выводу о том, что рост интенсивности сделок слияний и поглощений в электроэнергетике в целом связан с положительными результатами для отрасли, выражающимися в увеличении интенсив-

ности обновления основных фондов, снижению степени их износа, а также уменьшению доли полностью изношенных основных фондов. Это позволяет утверждать, что стратегии развития предприятий электроэнергетического комплекса связаны с решением стратегических задач электроэнергетической отрасли, установленных Правительством РФ.

3.3. Апробация методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетики на основе осуществления сделок слияний и поглощений

Перейдем к апробации предложенного методического подхода на примере крупных сделок слияний и поглощений, относящиеся к электроэнергетическому комплексу Российской Федерации:

1) АО «Квадра – Генерирующая компания» (далее – «Квадра») и Государственной корпорацией по атомной электроэнергетике «Росатом» (далее – «Росатом»);

2) АО «Евросибэнерго» (далее – «Евросибэнерго») и АО «Иркутскэнерго» (далее – «Иркутскэнерго»).

Выбор данных сделок обусловлен их значимостью для развития российской электроэнергетики, а также наличием актуальных данных, позволяющих использовать предложенные в настоящем диссертационном исследовании методику и модели. Данные сделки не входили в перечень сделок, которые использованы при построении моделей оценки относительной надбавки к величине скорректированных активов и вероятности успешного завершения сделки.

Обе сделки завершены успешно. Основные параметры указанных сделок приведены в таблице 42.

Таблица 42 – Параметры сделок слияний и поглощений, использованных при апробации методического подхода (авт. на осн. [66; 109])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата завершения сделки	Цена сделки, млн евро
Государственная корпорация по атомной электроэнергетике «Росатом»	АО «Квадра – Генерирующая компания»	31.01.22	302,97
АО «Евросибэнерго»	АО «Иркутскэнерго»	17.12.21	92,87

Цена сделки «Росатом» и «Квадра» не озвучена официально, но в базе данных Zephyr содержатся сведения о том, что за 82,47 % компании «Квадра» уплачено 302,97 млн евро, что соответствует оценке в 26 млрд руб., приводимой в СМИ [109]. Скорректированные активы компании «Квадра» составляют 690,59 млн евро. Надбавка к величине скорректированных активов «Квадра» составила – 46,8 %.

Можно предположить, что одной из стратегических целей сделки компаний «Росатом» и «Квадра» является более эффективное использование финансовых ресурсов госкорпорации, что согласуется с имеющимися оценками о падении показателей рентабельности в годы, предшествующие совершению сделки [131].

Сумма сделки «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго» составила, по данным базы данных Zephyr, 92,87 млн евро. Скорректированные активы компании «Иркутскэнерго» составляют 1,545 млрд евро. С учетом того, что доля компании «Евросибэнерго» по итогам данной сделки в компании «Иркутскэнерго» увеличена с 86,51 % до 96,74 %, надбавка к величине скорректированных активов «Иркутскэнерго» составила –41,24 %.

Проведем анализ указанных сделок с позиции методического подхода к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса на основе осуществления сделок слияний и поглощений.

На этапе 1 методического подхода (анализ допустимого множества стратегий участников сделки) однозначно определить допустимый список стратегий участников не представляется возможным, поскольку данная информация носит конфиденциальный характер и во многом определяется субъективными решениями собственников или менеджеров. Можно указать, что стратегия, реализованная в ходе проведенной сделки «Росатом» и «Квадра», классифицирована в соответ-

ствии с авторской типологией конкурентных стратегий как «Горизонтальная диверсификация внутри генерации». Это совпадает с мнением ряда экспертов. Например, О. Перцовский, директор по операционной работе кластера энергоэффективных технологий фонда «Сколково», отмечает, что «Росатом» планирует использовать мощности «Квадры» для «интеграции новой генерации в свою структуру и оптимизации схемы электро- и теплоснабжения регионов...» [140]. Таким образом, можно предположить, что стратегия «Горизонтальная диверсификация внутри генерации» входит в множество допустимых стратегий обоих участников сделки.

Сделка «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго» направлена на установление полного контроля над деятельностью «Иркутскэнерго» (кластер 4 сделок слияний и поглощений, см. таблицу 2). В соответствии с авторской типологией стратегий данная сделка классифицирована как «Горизонтальная интеграция «назад» вне отрасли» поскольку «Евросибэнерго» рассматривает «Иркутскэнерго» в качестве крупнейшего поставщика электроэнергии для алюминиевых производств Объединенной компании «Русал» [49].

Анализируя действия на этапе 2 (проверка возможности реализации стратегии с помощью слияний и поглощений), определено, что стратегии «Горизонтальная диверсификация внутри генерации» и «Горизонтальная интеграция «назад» вне отрасли» (коды 3 и 7 соответственно, представлены в таблице Г.3 приложения Г) могут быть реализованы посредством осуществления сделок слияний (поглощений) с предприятиями, находящимися внутри электроэнергетического комплекса Российской Федерации.

В рамках этапа 3 (Поиск потенциальных участников сделки слияния (поглощения) участниками сделки осуществлен отбор потенциальных участников сделки на основе данных о генерирующих компаниях. При этом компания «Евросибэнерго» учитывала ограничения на принадлежность участника сделки к Объединенной энергетической системе Сибири. Каждый из участников определил другого в качестве потенциального контрагента по сделке.

На этапе 4 (Проведение расчета ожидаемой цены сделки) обратимся к определению цены сделки на основе модели формирования относительной надбавки к величине скорректированных активов (представлены в таблице 43, для расчетов выбрана модель 1).

Результаты оценки величины надбавки к величине скорректированных активов представлены в таблице 43. В столбце 3 представлены коэффициенты регрессионного уравнения (таблица 29, модель 1). Значение переменной «поправка на реализуемую стратегию» получено как произведение бинарной переменной, соответствующей стратегии, на переменные, относящиеся к параметрам объекта сделки. Переменные, включающие стратегии, которые не выбраны участниками сделки, в таблице не приводятся. В столбцах 4 и 6 приведены фактические значения независимых переменных регрессионного уравнения на момент совершения сделки. Столбцы 5 и 7 представляют собой произведения слагаемых регрессионного уравнения (4): столбец 5 получен как произведение столбцов 3 и 4, столбец 7 – произведение столбцов 3 и 6. Сумма всех слагаемых в столбцах 5 и 7 в соответствии с формулой регрессионного уравнения представляет собой искомую надбавку к величине скорректированных активов.

Рассчитанные в соответствии с авторской моделью цены сделок близки к реальным. Фактическая цена сделки с участием «Росатома» оказалась ниже рассчитанной на 19,58 %, а сделки с участием «Евросибэнерго» – ниже рассчитанной на 14,88 %. Это подтверждает возможность применения авторской модели цены сделки на основе относительной надбавки.

Интерпретируя результаты, полученные с использованием модели определения цены сделки, выделим факторы, оказавшие наибольшее влияние на величину надбавки:

1) величина совокупных активов компаний «Квадра» и «Иркутскэнерго» (-34,44 и -36,85 процентного пункта соответственно с учетом большого объема совокупных активов данных предприятий в сравнении со средним значением величины активов объектов сделок, принадлежащим к электроэнергетическому

комплексу Российской Федерации). Это подтверждает, что высокая фондоемкость является специфической чертой предприятий электроэнергетического комплекса, влияющей на определение цены сделок слияний и поглощений;

2) величина совокупных активов компании инициаторов сделок (+12,31 процентного пункта для сделки с участием «Росатома» и +11,16 процентного пункта для сделки с участием «Евросибэнерго»). Большой размер совокупных активов инициаторов сделок означает их потенциальную возможность уплатить большую сумму в сделке, что находит отражение в надбавке;

3) реализуемые стратегии оказали значимое влияние на цену сделок. Выбор компанией «Росатом» стратегии горизонтальной диверсификации внутри генерации позволил сократить величину надбавки на 4,44 процентного пункта. Компании «Евросибэнерго» пришлось заплатить надбавку к цене сделке на 2,20 процентных пункта больше за счет выбора стратегии вертикальной интеграции «назад» вне отрасли;

4) часть факторов внешней среды оказала негативное влияние на цену сделок (-31,72 процентного пункта для совместного влияния факторов состояния аппарата безопасности государства и вмешательства других стран во внутреннюю политику, а также фактора резкого роста числа населения). Значения указанных вкладов в надбавку одинаковы для двух сделок, поскольку они относятся к одному и тому же году и прошли с участием предприятий из одной страны;

5) другая часть факторов внешней среды оказала положительное влияние на цену сделок (+15,4 процентных пункта для совместного влияния факторов эмиграции и проблемы беженцев). Значения указанных вкладов в надбавку также одинаковы для двух рассмотренных сделок;

Итоговая величина надбавки получена сложением перечисленных слагаемых столбцов 5 и 7 таблицы 43.

Таким образом, основной вклад в формировании цен сделок оказала величина активов обеих компаний, характеристики внешней среды и реализуемых стратегий.

Таблица 43 – Оценка прогнозной величины относительной надбавки к скорректированным активам для реальных сделок на основе разработанных моделей (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение	Коэфф-т регрессионного уравнения	Сделка «Росатом» и «Квадра»		Сделка «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго»	
			факт. знач. переменной	3*4	факт. знач. переменной	3*6
1	2	3	4	5	6	7
Константа	C	9,1654	1,0000	9,1654	1,0000	9,1654
Логарифм совокупных активов компании-объекта	TATL	-2,4828	13,8701	-34,4367	14,8434	-36,8531
Выручка ¹ , руб.	$\frac{TRT}{EVm}$	0,4647	0,9937	0,4618	0,3182	0,1479
Прибыль после уплаты налогов ¹ , руб.	$\frac{PATL}{EVm}$	4,2022	0,0349	0,1467	0,0641	0,2694
Логарифм совокупных активов компании-инициатора сделки	TAAL	0,7463	16,4959	12,3109	14,9501	11,1573
Продолжительность периода между датой официального объявления и завершением сделки, дней	DATC-DATA	0,0075	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Продолжительность периода между датой официального объявления и завершением сделки, дней (квадрат переменной)	(DATC-DATA) ²	0,000023	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Продолжительность периода между датой первых сведений о сделке и официальным объявлением о сделке, дней	DATA-DATR	0,0470	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Продолжительность периода между датой первых сведений о сделке и официальным объявлением о сделке, дней (квадрат переменной)	(DATA-DATR) ²	-0,00005	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Значение процентной ставки EURIBOR (1 месяц), %	EURR1M	1,2890	-0,5600	-0,7257	-0,5600	-0,7218
Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	-1,6754	7,7000	-12,9006	7,7000	-12,9006
Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	2,8230	3,4000	9,5982	3,4000	9,5982
Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	-2,0596	4,6000	-9,4742	4,6000	-9,4742

Окончание таблицы 43

Переменная	Обозначение	Коэфф-т регресси- онного уравнения	Сделка «Росатом» и «Квадра»		Сделка «Евросибэнер- го» и «Иркутскэнерго»	
			факт. знач. переменной	3*4	факт. знач. переменной	3*6
1	2	3	4	5	6	7
Проблемы беженцев и временно перемещенных лиц	FSIS2	1,2607	4,6000	5,7992	4,6000	5,7992
Вмешательство других стран во внутреннюю политику	FSIX1	-1,9499	4,8000	-9,3595	4,8000	-9,3595
Поправка на реализуемую стратегию «Горизонтальная диверсификация внутри генерации»	<u>STR3·TRT</u> EVm	-4,4653	0,9937	-4,4372	-	-
Поправка на реализуемую стратегию «Вертикальная интеграция «назад» вне отрасли	<u>STR7·PAT7</u> EVm	34,2627	-	-	0,0641	2,1969
Итоговая величина надбавки, %		-	-	-33,8500	-	-30,9750
Скорректированные активы, млн евро				690,5900		1545,0000
Доля компании, приобретенная в сделке, %				82,4700		10,2300
Цена сделки в соответствии с моделью, млн евро		-	-	376,7200	-	109,1000
Фактическая цена сделки, млн евро		-	-	302,9700	-	92,8700

Примечания: ¹Показатели приняты в расчете на 1 рубль скорректированных активов объекта сделки

Таблица 44 – Оценка базовой вероятности успешного завершения сделки (стадия 1 модели вероятности успешного завершения сделки) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозна- чение	Коэффициент регрессион- ного уравне- ния	Сделка «Росатом» и «Квадра»		Сделка «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго»	
			фактическое значение пе- ременной	3*4, %	фактическое значение пере- менной	3*6, %
1	2	3	4	5	6	7
Константа	C	0,9932	1,00	99,32	1,00	99,32
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,0212	12,62	-26,80	11,44	-24,25
Приобретенная доля, %	STAKE	-0,0023	82,47	-18,95	10,32	-2,37
Величина процентной ставки EURIBOR, %	EURR1M	0,0145	-0,56	-0,82	-0,56	-0,81
Принадлежность одного из участников сделки к России	RUS	0,0548	1,00	5,48	1,00	5,48
Вероятность успешного завершения сделки, %		-	-	58,22	-	77,36

Исходя из авторской схемы формирования надбавки к величине скорректированных активов (см. рисунок 11) компании «Квадра» и «Иркутскэнерго» как объекты сделок могли предпринять следующие шаги, способствующие увеличению цены сделки:

1) управление показателями деятельности компании. Увеличение объема выручки и прибыли после уплаты налогов компаний статистически связано с увеличением цены сделки, следовательно, осуществление сделки в следующий календарный период при условии роста прибыли после уплаты налогов и(ли) выручки могло привести к росту суммы, полученной в результате сделки;

2) выбор контрагента по сделке в рамках выбранной стратегии. При анализе действий шага 2 можно указать, что компании «Квадра» и «Иркутскэнерго» реализовали потенциал роста цены сделки за счет выбора контрагента с максимальным объемом активов. Поиск альтернативного контрагента по сделке с большим объемом совокупных активов в рамках электроэнергетической отрасли Российской Федерации представляется затруднительной задачей;

3) управление продолжительностью этапов совершения сделки. Разумно предположить, что увеличение периода между первой информацией и официальным объявлением о сделке не способно само по себе привести к увеличению надбавки, поэтому стратегии компаний «Квадра» и «Иркутскэнерго», предполагающие немедленное совершение сделки, представляются оправданными;

4) выбор оптимального момента совершения сделки. В целях анализа факторов данной группы проанализируем данные в отношении динамики компонентов индекса политической нестабильности (FSI), значимых с точки зрения модели. Данные представлены в таблице 45. Величина итогового вклада в надбавку за счет внешних факторов получена как сумма произведений коэффициентов при переменных (столбец 3) на значения индекса в соответствующие годы (столбцы 4–6);

Участник сделки может, в соответствии с авторской моделью определения цены сделки, выбирать момент совершения сделки, увеличивая или уменьшая надбавку к цене сделки за счет факторов внешней среды.

Таблица 45 – Значения компонентов индекса FSI, значимых при определении цены сделки компаний «Квадра» и «Росатом» (авт. на осн. [157; 188])

Компонент индекса FSI	Обозначение	Коэфф-т при переменной	Значение на момент начала сделки (2021 г.)	Значение (2022 г.)	Значение (2023 г.)
Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	-1,6754	7,70	7,80	8,30
Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	2,8230	3,40	3,40	3,90
Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	-2,0596	4,60	5,10	4,80
Проблемы беженцев и временно перемещенных лиц	FSIS2	1,2607	4,60	4,30	4,80
Вмешательство других стран во внутреннюю политику	FSIX1	-1,9499	4,80	4,50	4,70
Итоговая величина вклада в надбавку за счет внешних факторов, %			-16,33	-17,33	-15,90

В рассматриваемой сделке компаний «Квадра» и «Росатом» перенос периода начала сделки на 2022 или 2023 год не привел бы к значимому изменению надбавки по причине разнонаправленного изменения факторов внешней среды;

5) выбор реализуемой стратегии и поиск альтернативных участников сделки. Компания «Иркутскэнерго» реализовала потенциал роста цены сделки за счет выбора стратегии «Вертикальная интеграция «назад» вне отрасли». При анализе альтернативных возможностей повышения цены сделки за счет выбора реализуемой стратегии следует учитывать ограничения на возможность выбора стратегий, связанные со структурой электроэнергетического комплекса. Компании «Квадра» и «Иркутскэнерго» принадлежат к ядру электроэнергетического комплекса (сектор «производство электро- и теплоэнергии» на рис. 1) С учетом положительной прибыли данных компаний более высокая величина надбавки могла быть получена при реализации стратегии «Вертикальная интеграция «назад» внутри отрасли», то есть при выборе в качестве инициатора сделки предприятия из сектора «электрические сети» (рис. 1).

Данные, использованные для интерпретации результатов применения авторской модели оценки вероятности успешного завершения сделок (см. таблицы 34–36), представлены в таблицах 44, 46, 47.

На первой стадии применения модели оценки вероятности успешного завершения сделки проведена оценка базовой вероятности успешного завершения сделок. Результаты расчетов представлены в таблице 44. В столбце 3 приводятся значения коэффициентов регрессионного уравнения (см. таблицу 34), в столбцах 4 и 6 – фактические значения переменных, столбцы 5 и 7 представляют собой произведения указанных в таблице столбцов. Базовая вероятность успешного завершения сделки получена путем сложения слагаемых столбцов 5 и 7.

На величину вероятности успешного завершения сделок оказали влияние следующие факторы:

1) цена сделки. Цена данных двух сделок превышает среднее значение для сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе Российской Федерации, что определило уменьшение вероятности успешного завершения сделки за счет данного фактора;

2) принадлежность участников сделки к Российской Федерации увеличило вероятность успешного завершения сделки в соответствии с моделью.

Значение вероятности успешного завершения сделки «Росатом» и «Квадра» превышает 50 процентов и может быть оценено как среднее. Тем не менее, данная сделка завершена успешно. Также можно отметить, что компания «Онэксим» (собственник «Квадры») ранее пыталась продать компанию «Квадра», но предыдущие сделки не привели к успешному завершению, что косвенно подтверждает валидность оценок, полученных в результате модели.

Средняя вероятность успешного завершения сделки объясняется, с позиции предложенной модели, относительно большим размером цены сделки, а также высокой долей, приобретаемой в ходе сделки. Запрашивая в ходе сделки более низкую цену или предлагая к продаже меньший пакет, объект сделки («Квадра») может увеличить вероятность ее успешного завершения.

Значение вероятности успешного завершения сделки «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго» превышает 66 процентов, может быть оценено как высокое. Высокая величина вероятности успешного завершения сделки связана с небольшой долей, приобретенной в рамках данной сделки (10,32 %). При этом до начала сделки «Евросибэнерго» контролировало 86,51 % акций компании «Иркутскэнерго».

На второй стадии применения авторской модели оценки вероятности успешного завершения сделки производится корректировка на стратегию, используемую компанией. Методика расчетов аналогична стадии 1 модели вероятности успешного завершения сделки (см. табл. 44). Результаты представлены в таблице 46.

На данном этапе работы алгоритма произведена корректировка коэффициентов, ранее рассчитанных в ходе стадии 1, за счет добавления характеристик применяемой стратегии. В целом, поскольку применяемые стратегии с точки зрения вероятности успешного завершения сделки, отнесены к группе базовых, отдельной корректировки в виде бинарной переменной, соответствующей стратегии, не выполнено. На изменение вероятности повлияли остальные коэффициенты регрессионного уравнения (значения коэффициентов указаны в соответствии с таблицей 35).

На стадии 3 модели оценки вероятности успешного завершения сделки производится корректировка на характеристики внешней среды. Методика расчетов аналогична стадиям 1 и 2 модели вероятности успешного завершения сделки (см. табл. 44, 46). Результаты представлены в таблице 47.

Апробация методического подхода на материалах сделок ПАО «Квадра» и Государственной корпорацией по атомной электроэнергетике «Росатом», а также АО «Евросибэнерго» и АО «Иркутскэнерго» в соответствии с авторскими моделями позволила получить значения цен сделок и вероятностей их успешного завершения, указанные в таблице 48.

Таблица 46 – Оценка вероятности успешного завершения сделок с учетом реализуемой стратегии (стадия 2 модели вероятности успешного завершения сделки) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение переменной	Коэффициент регрессионного уравнения	Сделка «Росатом» и «Квадра»		Сделка «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго»	
			фактическое значение переменной	3×4, %	фактическое значение переменной	3×6, %
1	2	3	4	5	6	7
Константа	C	0,9105	1,00	91,05	1,00	91,05
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,0217	12,62	-27,43	11,44	-24,82
Приобретаемая доля компании	STAKE	-0,0018	82,47	-14,56	10,32	-1,86
Значение процентной ставки EURIBOR (1 месяц)	EURR1M	0,0201	-0,56	-1,13	-0,56	-1,13
Принадлежность хотя бы одного участника сделки к Российской Федерации	RUS	0,0562	1,00	5,62	1,00	5,62
Вероятность успешного завершения сделки, %		-	-	53,54	-	68,86

163

Таблица 47 – Оценка вероятности успешного завершения сделок с учетом реализуемой стратегии (стадия 3 модели вероятности успешного завершения сделки) (авт. на осн. [188])

Переменная	Обозначение переменной	Коэффициент регрессионного уравнения	Сделка «Росатом» и «Квадра»		Сделка «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго»	
			фактическое значение переменной	3×4, %	фактическое значение переменной	3×6, %
2	1	3	4	5	6	7
Константа	C	0,9353	1,00	93,53	1,00	93,53
Цена сделки (логарифм)	DVL	-0,0228	12,62	-28,75	11,44	-26,08
Приобретаемая доля компании	STAKE	-0,0019	82,47	-15,53	10,32	-1,96
Значение процентной ставки EURIBOR (1 месяц)	EURR1M	0,0177	-0,56	-0,99	-0,56	-0,99
Принадлежность хотя бы одного участника сделки к Российской Федерации	RUS	0,1518	1,00	15,18	1,00	15,18

Окончание таблицы 47

Переменная	Обозначение переменной	Коэффициент регрессионного уравнения	Сделка «Росатом» и «Квадра»		Сделка «Евросибэнерго» и «Иркутскэнерго»	
			фактическое значение переменной	3×4, %	фактическое значение переменной	3*6, %
2	1	3	4	5	6	7
Состояние аппарата безопасности государства	FSIC1	-0,0150	7,70	-11,54	7,7	-11,55
Разобщенность групп внутри государства	FSIC3	0,0292	8,00	23,33	8	23,36
Экономический спад	FSIE1	0,0075	5,20	3,88	5,2	3,90
Эмиграция и «утечка» мозгов	FSIE3	0,0307	3,40	10,42	3,4	10,44
Резкий рост численности населения по отношению к возможностям социальной сферы	FSIS1	-0,0210	4,60	-9,65	4,6	-9,66
Права человека и верховенство закона	FSIP3	-0,0335	8,90	-29,82	8,9	-29,82
Итоговая вероятность успешного завершения сделки, %		-	-	50,07	-	66,35

Таблица 48 – Результаты расчетов по моделям определения цены сделки и вероятности успешного завершения сделки, полученные в ходе апробации (авт.)

Инициатор сделки	Объект сделки	Цена сделки по модели, млн евро	Фактическая цена сделки, млн евро	Вероятность успешного завершения сделки по модели, %
АО «Квадра – Генерирующая компания»	Государственная корпорация по атомной электроэнергетике «Росатом»	376,72	302,97	50,07
АО «Евросибэнерго»	АО «Иркутскэнерго»	109,10	92,87	66,35

Рассчитанные значения цен сделок близки к реальным ценам сделок. Значения вероятностей успешного завершения сделок, превышающее в каждом случае 50 %, соотносится с фактами успешного завершения указанных сделок.

Разработанные в главе 2 модели прогнозирования надбавки к цене сделки и вероятности успешного завершения могут применяться в процессе стратегического планирования на предприятиях электроэнергетического комплекса. Таким образом, в настоящем разделе подтверждена практическая значимость разработанного инструментария и возможность его использования при выборе направлений стратегического развития предприятий электроэнергетического комплекса.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итог проведенного исследования, сформулируем его основные результаты, некоторые из которых обладают научной новизной.

1) систематизированы цели развития энергетики Российской Федерации, отраженные в нормативных документах. На основе анализа целей показано, что улучшение процесса стратегического планирования является необходимым условием роста эффективности не только результатов деятельности предприятий, но и показателей отрасли в целом. Выделены особенности электроэнергетики, обуславливающие необходимость использования сделок слияний и поглощений при реализации стратегий развития бизнеса;

2) выявлены подходы к определению промышленного комплекса, сформулированы отличия понятия промышленного комплекса от понятий промышленной интегрированной структуры, территориально-производственного комплекса, холдинга. На основе изучения отраслевых особенностей промышленных комплексов в электроэнергетике сформулировано авторское определение электроэнергетического комплекса как совокупности самостоятельных экономических субъектов, принадлежащих к электроэнергетике и ее подотраслям, а также предприятий иных отраслей, функционирующих как целостная структура на основе складывающихся экономических взаимосвязей и интересов и нацеленных на эффективное решение задач развития российской экономики. Сформулирована структура электроэнергетического комплекса, предполагающая наличие ядра (предприятия по производству электро- и теплоэнергии, электрические сети, тепловые сети и коммунальное хозяйство) и периферии (инфраструктуры), к которой отнесены топливоснабжающая система, предприятия строительной отрасли, финансово-кредитные организации и предприятия прочих отраслей, связанные задачами стратегического взаимодействия с предприятиями электроэнергетической отрасли;

3) уточнена роль сделок слияний и поглощений как инструмента реализации стратегий развития предприятия. Стратегии развития предприятий могут быть классифицированы как стратегии интегрированного роста и стратегии, предполагающие использование слияний и поглощений. Предметом настоящего диссертационного исследования являются стратегии, основанные на использовании сделок слияний и поглощений. Поскольку в сделках слияний и поглощений может передаваться различные пакеты (от миноритарных до 100 % доли в предприятии), возникает необходимость выделить лишь те сделки слияний и поглощений, которые соответствуют стратегическим целям развития предприятия, а не получения дополнительного инвестиционного дохода. В связи с этим предложена группировка сделок слияний и поглощений в зависимости от влияния на стратегию развития организации-цели. Предметом настоящего диссертационного исследования являются лишь сделки, в которых передается пакет более 25 процентов, либо те сделки, в результате которых итоговый пакет будет составлять более 25 процентов;

4) на основе анализа статистических данных относительно сделок слияний и поглощений в электроэнергетике в мире в целом и в Российской Федерации выявлены основные тенденции рынка слияний и поглощений за 2002–2021 годы. К числу общемировых тенденций можно отнести рост числа сделок слияний и поглощений, а также сокращение среднего размера сделки и размера медианной сделки. В Российской Федерации после роста активности на рынке слияний и поглощений в 2006–2010 годах, вызванной процессом реформирования отрасли, количество сделок слияний и поглощений продолжает оставаться значительным (20–60 сделок в год в 2015–2021 гг.). Сделан вывод о том, что активность на рынке слияний и поглощений в электроэнергетике на современном этапе развития определяется выходом на рынок средних и небольших по размеру компаний. Это предопределяет необходимость разработки методики стратегического планирования, не требующей для реализации существенных временных и финансовых затрат;

5) впервые предложена типология стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса, основанных на сделках слияний и поглощений. Авторская типология основывается на детализации стратегий интеграции и диверсификации, а также отраслевой принадлежности инициатора и объекта сделки слияния и поглощения и авторском подходе к структуре промышленного комплекса, включает в себя 11 типов стратегий развития предприятия, разделенных на два подмножества: стратегии, в которых оба участника относятся к ядру электроэнергетического комплекса и стратегии, в которых только один участник относится к ядру электроэнергетического комплекса;

б) установлено, что к числу наиболее распространенных стратегий развития бизнеса с использованием слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе Российской Федерации относятся приобретение финансовыми организациями компаний отрасли (31,6 % всех сделок за период с 2000 по 2021 годы), не связанная диверсификация вне отрасли (26,68 %), горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации) (10,36 %). Значительное число сделок, в которых один из участников относится к периферии электроэнергетического комплекса (70,7 %) подтверждает обоснованность рассмотрения электроэнергетического комплекса в авторской трактовке, а также выделения стратегий развития бизнеса, в которых только один из участников относится к ядру электроэнергетического комплекса;

7) проведен критический анализ основных подходов к оценке результатов сделок слияний и поглощений (метод событий, метод анализа финансовой отчетности, стоимостной подход), в результате которого установлена необходимость создания показателя, описывающего результат сделки слияния (поглощения). Предложен показатель относительной надбавки к величине скорректированных активов, представляющий собой процентное превышение цены сделки, приведенной к 100 % пакета, над величиной скорректированных активов (совокупных активов за минусом денежных средств). Статистический анализ показал, что данный показатель имеет наибольшую корреляцию с ценой сделки;

8) предложена модель формирования цены сделки на основе величины относительной надбавки к величине скорректированных активов. Модель одновременно учитывает показатели участников сделки (инициатора и объекта), продолжительности совершения сделки, характеристики внешней среды (политические, экономические, культурные факторы), а также реализуемую в рамках сделки стратегию. Эмпирической базой для разработки модели являлась генеральная совокупность сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе за период с 2002 по 2021 годы. На основе разработанной модели выявлены основные факторы формирования цены сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе и сформулированы рекомендации для участников сделок с целью управления ценой сделки;

9) разработана модель вероятности успешного завершения сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе, учитывающая одновременно размер сделки, величину приобретаемой доли, характеристики внешней среды (политические, экономические, культурные факторы), а также реализуемую в результате сделки стратегию развития предприятия. Эмпирической базой для разработки модели также являлась генеральная совокупность сделок слияний и поглощений в электроэнергетическом комплексе за период с 2002 по 2021 годы, а также сведения о сделках, сведения о которых официально объявлены, но которые не нашли успешного завершения. На основе предложенной модели установлено влияние перечисленных переменных на вероятность успешного завершения сделки. Обоснована целесообразность использования авторских моделей в процессе стратегического планирования;

10) предложен оригинальный алгоритм разработки и реализации стратегии развития предприятия электроэнергетического комплекса на основе осуществления сделок слияний (поглощений), учитывающий выделенные особенности сделок слияний и поглощений, а также цену сделки и вероятность ее успешного завершения в качестве основных параметров, определяющих выбор стратегии раз-

вития предприятия. Предлагаемый алгоритм учитывает действия менеджеров по выбору допустимого множества стратегий, а также согласованию условий сделки.

11) проведена апробация авторского алгоритма разработки и реализации стратегии развития предприятия на основе данных о проведенных сделках, которые не использованы при создании моделей. Проведенная апробация показала, что рассчитанная в соответствии моделью цены сделок близка к реальной цене сделки. Рассчитанные вероятности успешного завершения сделки составили 50,07 % и 66,35 %. Полученные в результате применения авторской модели вероятности успешного завершения сделки результаты соотносятся с фактами успешного завершения сделок, использованных для апробации;

12) разработана и апробирована методика оценки влияния стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса на повышение показателей эффективности хозяйственной деятельности в электроэнергетике Российской Федерации. В качестве основного показателя, отражающего динамику основных фондов, предложено использовать сравнительную динамику интенсивности обновления основных фондов в электроэнергетике и экономике в целом. На основе анализа статистических данных установлено, что рост объема сделок слияний и поглощений в 2006–2013 годах привел к увеличению показателя относительной интенсивности обновления основных фондов в 2010–2018 годах. Таким образом, увеличение активности на рынке слияний поглощений не ограничивается лишь перераспределением финансовых ресурсов, а позволяет реализовывать цели собственников по реализации стратегии расширения бизнеса и способствовать обновлению основных фондов в отрасли, что способствует решению одной из стратегических задач развития электроэнергетики Российской Федерации.

Основным результатом проведенного диссертационного исследования является предложенный оригинальный методический подход к стратегическому планированию на предприятиях электроэнергетического комплекса на основе сделок слияний и поглощений. Разработанные эконометрические модели определения цены сделки, а также вероятности ее успешного завершения позволяют сократить

временные, трудовые и финансовые ресурсы при осуществлении процесса стратегического планирования, а также снизить риски принятия необоснованных решений.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1 Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ.

2 Федеральный закон от 17.08.1995 № 147-ФЗ (ред. от 11.06.2021) «О естественных монополиях».

3 Федеральный закон от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции».

4 Федеральный закон от 31.12.2014 № 488-ФЗ (ред. от 25.12.2023) «О промышленной политике в Российской Федерации».

5 Федеральный закон от 28.06.2014 № 172-ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями от 17.02.2023).

6 Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 25.12.2023).

7 Федеральный закон от 26.03.2003 № 35-ФЗ (ред. от 02.11.2023) «Об электроэнергетике» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.02.2024).

8 Указ Президента РФ от 16.11.1992 № 1392 (ред. от 26.03.2003, с изм. от 30.06.2012) «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» (вместе с «Временным положением о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества»).

9 Указ Президента РФ от 21.07.2020 № 474 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года».

10 Указ Президента РФ от 13.05.2019 № 216 «Об утверждении Доктрины энергетической безопасности Российской Федерации».

11 Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 321 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Развитие энергетики».

12 Распоряжение Правительства РФ от 09.06.2020 № 1523-р (ред. от 25.12.2023) «Об утверждении Энергетической стратегии Российской Федерации на период до 2035 года».

13 Аакер, Д. Стратегическое рыночное управление. – 7-е изд. / пер. с англ. под ред. С.Г. Божук. – СПб.: Питер, 2007. – 496 с.: ил. – (Серия «Теория менеджмента»).

14 Абузов, Р.М. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках капитала Западной Европы / Р.М. Абузов, С.А. Григорьева // Экономический журнал ВШЭ. – 2015. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-effektivnosti-sdelok-sliyanii-i-pogloscheniy-na-razvityh-rynках-kapitala-zapadnoy-EVropy> (дата обращения: 18.12.2020).

15 Айвазян, С.А. Методы эконометрики: учебник / С.А. Айвазян. – М.: Магистр: ИНФРА-М, 2010. – 512 с.

16 Алеканов, А.С. Влияние пандемии на вероятность участия компании в сделках по слиянию и поглощению в фармацевтической отрасли / А.С. Алеканов // Инновации и инвестиции. – 2021. – № 3. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-pandemii-na-veroyatnost-uchastiya-kompanii-v-sdelkah-po-sliyaniyu-i-pogloscheniyu-v-farmatsevticheskoy-otrasli>.

17 Альтшулер, И.Г. Стратегическое управление на основе маркетингового анализа: инструменты, проблемы, ситуации / И.Г. Альтшулер. – М.: Вершина, 2006. – 232 с.

18 Андрианова, Ю.В. Методологические подходы к формированию поправок на степень контроля при оценке рыночной стоимости пакетов акций компаний / Ю.В. Андрианова // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 12. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/metodologicheskie-podhody-k-formirovaniyu-popravok-na-stepen-kontrolya-pri-otsenke-rynochnoy-stoimosti-paketov-aktsiy-kompaniy> (дата обращения: 21.12.2020).

19 Анохина, Л.В. Меры комплексного воздействия на развитие промышленного комплекса в условиях модернизации производства / Л.В. Анохина // УЭКС. – 2014. – № 4 (64).

20 Ансофф, И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. – СПб.: Питер Ком, 1999. – 416 с.

21 Ансофф, И. Стратегическое управление / И. Ансофф. – М.: Экономика, 1989. – 358 с.

22 Артемьева, М.Э. Современное состояние инфраструктурного комплекса в России / М.Э. Артемьева, С.Л. Богоявленов // Скиф. – 2017. – № 9. – С.182–185.

23 Артиков, Т.Ф. Системные особенности формирования холдингов в российской экономике / Т.Ф. Артиков // Инновации и инвестиции. – 2021. – № 9. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sistemnye-osobennosti-formirovaniya-holdingov-v-rossiyskoj-ekonomike> (дата обращения: 03.06.2022).

24 Ашихмина, О.А. Краткосрочные тенденции развития мирового и российского рынков слияния и поглощения / О.А. Ашихмина, О.А. Пивоварова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2011. – № 11. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kratkosrochnye-tendentsii-razvitiya-mirovogo-i-rossiyskogo-rynkov-sliyaniya-i-pogloscheniya> (дата обращения: 23.01.2021).

25 Бабкин, А.В. Интегрированные промышленные структуры как экономический субъект рынка: сущность, принципы, классификация / А.В. Бабкин // Вестник АГТУ. Серия: Экономика. – 2014. – № 4. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/integrirovannye-promyshlennye-struktury-kak-ekonomicheskij-subekt-rynka-suschnost-printsipy-klassifikatsiya> (дата обращения: 03.06.2022).

26 Белоусова, В.М. Диверсификация как стратегия развития и форма организации производства / В.М. Белоусова // Дискуссия. – 2013. – № 11 (41). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/diversifikatsiya-kak-strategiya-razvitiya-i-forma-organizatsii-proizvodstva> (дата обращения: 11.04.2021).

27 Березнев, С.В. Понятие «Холдинг» в России: определение сущности и содержания / С.В. Березнев, М.А. Барышев // Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки. – 2012. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ponyatie-holding-v-rossii-opredelenie-suschnosti-i-soderzhaniya> (дата обращения: 03.06.2022).

28 Бершадская, Ю.Н. Тенденции развития рынка слияний и поглощений в России / Ю.Н. Бершадская // ГИАБ. – 2009. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tendentsii-razvitiya-rynka-sliyanii-i-pogloscheniy-v-rossii> (дата обращения: 23.01.2021).

29 Битюцких, В.Т. Мифы финансового анализа и управление стоимостью компании / В.Т. Битюцких. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 224 с.

30 Богданов, Е.М. Стратегическое планирование как ключевой элемент развития бизнеса / Е.М. Богданов // Актуальные вопросы современной науки. – 2010. – № 12. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/strategicheskoe-planirovanie-kak-klyuchevoy-element-razvitiya-biznesa> (дата обращения: 08.04.2021).

31 Богданова, Н.А. Слияния и поглощения организаций: анализ теоретических положений / Н.А. Богданова // Вестник ЮУрГУ. Серия: Экономика и менеджмент. – 2011. – № 8 (225). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sliyaniya-i-pogloscheniya-organizatsiy-analiz-teoreticheskikh-polozheniy> (дата обращения: 02.01.2021).

32 Богочаров, В.С. Некоторые вопросы к понятию холдинга / В.С. Богочаров // Инновации и инвестиции. – 2015. – № 8. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nekotorye-voprosy-k-ponyatiyu-holdinga> (дата обращения: 03.06.2022).

33 Боев, А.Г. К вопросу о содержании и дифференциации понятий промышленный комплекс, кластер и индустриальный парк / А.Г. Боев // Организатор производства. – 2020. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/k-voprosu-o-soderzhanii-i-differentsiatsii-ponyatiy-promyshlennyy-kompleks-klaster-i-industrialnyy-park> (дата обращения: 25.06.2022).

34 Боумэн, К. Основы стратегического менеджмента / пер. с англ. под ред. Л.Г. Зайцева, М.И. Соколовой. – М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1997. – 175 с.

35 Брянцев, И.И. Предпосылки создания холдинговых структур: анализ теоретико-методологических подходов / И.И. Брянцев // Вестник ПАГС. – 2015. –

№ 1 (46). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/predposylki-sozdaniya-holdingovyh-struktur-analiz-teoretiko-metodologicheskikh-podhodov> (дата обращения: 03.06.2022).

36 Васюков, Е.А. Сравнительный анализ факторов привлекательности национальных экономик для трансграничных сделок слияний и поглощений / Е.А. Васюков // ARS ADMINISTRANDI. – 2020. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sravnitelnyy-analiz-faktorov-privlekatelnosti-natsionalnyh-ekonomik-dlya-transgranichnyh-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy> (дата обращения: 18.12.2020).

37 Воропанов, С.А. Об эволюции понятия «Финансово-промышленная группа» и об определении понятия «Группа компаний» / С.А. Воропанов // Вестник ВУиТ. – 2012. – № 3 (26). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-evolyutsii-ponyatiya-finansovo-promyshlennaya-gruppa-i-ob-opredelenii-ponyatiya-gruppa-kompaniy> (дата обращения: 03.06.2022).

38 Гительман, Л.Д. Концептуальное представление энергетического перехода в электроэнергетике региона в новых реалиях / Л.Д. Гительман, М.В. Кожевников // Экономика региона. – 2023. – Т. 19, № 3. – С. 844–859.

39 Глущенко, М.Е. Экономико-правовые аспекты функционирования холдинговых структур / М.Е. Глущенко, О.В. Нарезнева // Вестник ОмГУ. Серия: Экономика. – 2012. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomiko-pravovye-aspekty-funktsionirovaniya-holdingovyh-struktur> (дата обращения: 03.06.2022).

40 Голованова, С.В. Российская волна слияний и поглощений на фоне мировых трендов: тенденции и факторы / С.В. Голованова, Д.В. Цыцулина // Современная конкуренция. – 2013. – № 5 (41). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rossiyskaya-volna-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-fone-mirovyh-trendov-tendentsii-i-factory-1> (дата обращения: 23.01.2021).

41 Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан ; пер с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2017. – 742 с.

42 Грант, Р.М. Современный стратегический анализ. – 5-е изд. / Р.М. Грант; пер с англ. под ред. В.Н. Фунтова. – СПб.: Питер, 2008. – 560 с.

43 Грибанов, А.В. Интеграция и диверсификация в стратегии развития предпринимательской структуры / А.В. Грибанов // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. – 2011. – № 4 (127). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/integratsiya-i-diversifikatsiya-v-strategii-razvitiya-predprinimatelskoj-struktury> (дата обращения: 11.04.2021).

44 Губин, Г.В. Экономическая сущность и управленческая идентичность реструктуризации / Г.В. Губин, Р.М. Третьяков, А.В. Артемьев // Научный журнал КубГАУ. – 2013. – № 85. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskaya-suschnost-i-upravlencheskaya-identichnost-restrukturizatsii> (дата обращения: 25.06.2022).

45 Гуськова, А.П. Популярный словарь русского языка / А.П. Гуськова, Б.В. Сотин. – М.: Дрофа, 2007. – 869с. (The Popular Dictionary of the Russian Language. – LLC «DROFA», 2003. A.P. Guskova, B.V. Sotin. 5,000 entries.)

46 Давиденко, А.А. Учет активности конкурентного окружения в оценке премии в сделках слияния и поглощения / А.А. Давиденко // УЭКС. – 2014. – № 8 (68). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/uchet-aktivnosti-konkurentnogo-okruzeniya-v-otsenke-premii-v-sdelkah-sliyaniya-i-pogloscheniya> (дата обращения: 18.12.2020).

47 Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.

48 Депамфилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании: процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы / Д. Депамфилис; пер. с англ. Е. Пестерева. – Москва: Олимп-Бизнес, 2007. – 921 с.

49 Дерипаска станет владельцем 90 % крупнейшей энергокомпании Сибири. – URL: <https://www.rbc.ru/business/12/05/2016/573460de9a79476619247fbb> (дата обращения: 18.12.2023);

50 Дзюба, А. П. Предпосылки формирования конкурентных отношений в электроэнергетике России / А.П. Дзюба, И.А. Соловьева // Российская наука, инновации, образование (РОСНИО-П-2023): Сборник научных статей по материалам II Всероссийской (национальной) научной конференции с международным участием, Красноярск, 15–17 июня 2023 года. – Красноярск: Общественное учреждение «Красноярский краевой Дом науки и техники Российского союза научных и инженерных общественных объединений», 2023. – С. 134–143.

51 Довбий, И.П. Парадигмы промышленного развития и экономическая безопасность / И.П. Довбий // Экономико-правовые проблемы обеспечения экономической безопасности : Материалы II Всероссийской научно-практической конференции, Екатеринбург, 31 мая 2019 года. – Екатеринбург: Уральский государственный экономический университет, 2019. – С. 22–33.

52 Довбий, И.П. Финансовые и экономические условия энергоперехода для национальной экономики / И.П. Довбий // Финансовый журнал. – 2022. – Т. 14, № 5. – С. 25–42.

53 Довбий, И.П. Четвертая промышленная революция (аспекты инвестиционно-финансового и кадрового обеспечения) / И.П. Довбий, Н.В. Ионова, Н.С. Довбий // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. – 2019. – Т. 13, № 1. – С. 120–131.

54 Евдокимова, Е.Н. Теоретические основы процессного подхода к управлению региональным промышленным комплексом / Е.Н. Евдокимова // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2010. – Т. 137. – С. 184–194. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/teoreticheskie-osnovy-protsessnogo-podhoda-k-upravleniyu-regionalnym-promyshlennym-kompleksom> (дата обращения: 25.06.2022).

55 Евдокимова, Е.Н. Особенности регионального промышленного комплекса как объекта управления / Е.Н. Евдокимова // Вестник РГРТУ. – 2009. – № 4 (выпуск 30). – С. 75–79.

56 Евстафьева, Е.М. Премии и скидки за контроль: исследование средней величины поправок по данным российского рынка / Е.М. Евстафьева // Финансы: теория и практика. – 2007. – № 4. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/premii-i-skidki-za-kontrol-issledovanie-sredney-velichiny-popravok-po-dannym-rossiyskogo-rynka> (дата обращения: 18.12.2020).

57 Елохов, А.М. Целевые программы и проекты в системе стратегического управления [Электронное издание]: монография / А.М. Елохов; Пермский государственный национальный исследовательский университет. – Электронные данные. – Пермь, 2020. – 12 Мб; 183с. – Режим доступа: <http://www.psu.ru/files/docs/science/books/mono/eloxov-celevye-programmy-i-proekty-v-sisteme-strategicheskogo-upravleniya.pdf>. – Заглавие с экрана.

58 Ендовицкий, Д.А. Методика анализа эффективности сделок слияния/поглощения на прединтеграционном этапе / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. – № 12. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/metodika-analiza-effektivnosti-sdelok-sliyaniya-pogloscheniya-na-predintegratsionnom-etape> (дата обращения: 18.12.2020).

59 Ерин, А.Д. Сущность холдингов как корпоративных объединений и актуальные проблемы регулирования в РФ / А.Д. Ерин // Устойчивое развитие науки и образования. – 2018. – № 12. – С. 60–64.

60 Ефремова, Т.Ф. Новый словарь русского языка. Толково-словообразовательный / Т.Ф. Ефремова. – В 2 т. Т. 2: П-Я. – М.: Русский язык, 2000. – 1088 с. (The Comprehensive Dictionary of the Contemporary Russian Language. 2006. T.F. Yefremova. 180,000 entries.)

61 Забоев, А.А. О понятиях «Холдинг», «Холдинговая компания». Правовые основы холдинговых отношений / А.А. Забоев // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского

центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. – 2009. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/o-ponyatiyah-holding-holdingovaya-kompaniya-pravovye-osnovy-holdingovyh-otnosheniy> (дата обращения: 03.06.2022).

62 Завалишин, С.А. Особенности правовой природы понятия группы лиц / С.А. Завалишин // Труды Института государства и права РАН. – 2013. – № 5. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-pravovoy-prirody-ponyatiya-gruppy-lits> (дата обращения: 03.06.2022).

63 Зухурова, Л.И. Российский рынок слияний и поглощений. Повышение эффективности сделок путем оценки инвестиционной стоимости компаний / Л.И. Зухурова, И.Я. Новикова // Финансы и кредит. – 2007. – № 22 (262). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rossiyskiy-rynok-sliyanij-i-pogloscheniy-povyshenie-effektivnosti-sdelok-putem-otsenki-investitsionnoy-stoimosti-kompaniy> (дата обращения: 18.12.2020).

64 Зухурова, Л.И. Слияния и поглощения в России / Л.И. Зухурова, И.Я. Новикова // ЭКО. – 2007. – № 6 (396). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sliyaniya-i-pogloscheniya-v-rossii> (дата обращения: 18.12.2020).

65 Ионцев, М.Г. Корпоративные захваты: Слияния, поглощения, гринмэйл / М.Г. Ионцев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Ось-89, 2005. – 224 с.

66 Интерфакс – сервер раскрытия информации – URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=6OskwCVoQk6DqlmS-CKYs7A-B-V&attempt=2> (дата обращения: 18.12.2023)

67 Как Россия проводит глобальную энергетическую замену. – URL: <https://www.rbc.ru/industries/news/651fc16d9a79476386445665> (дата обращения: 18.12.2023)

68 Калимуллин, Л.В. Особенности организации стратегического планирования энергетических компаний России / Л.В. Калимуллин // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. – 2020. – № 1. – URL:

<https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-organizatsii-strategicheskogo-planirovaniya-energeticheskikh-kompaniy-rossii> (дата обращения: 14.10.2023).

69 Кирюхина, С.Е. Корпоративная стратегия: история, сущность и современное содержание / С.Е. Кирюхина // Вестник РУДН. Серия: Экономика. – 2013. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/korporativnaya-strategiya-istoriya-suschnost-i-sovremennoe-soderzhanie> (дата обращения: 11.04.2021).

70 Ключко, О.А. Стратегия слияний и поглощений как инструмент изменения характера внешней среды бизнеса / О.А. Ключко // Вестник ГУУ. – 2013. – № 23. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/strategiya-sliyanii-i-pogloschenii-kak-instrument-izmeneniya-haraktera-vneshney-sredy-biznesa> (дата обращения: 15.02.2021).

71 Колибаба, В.И. Оценка влияния тарифного регулирования на устойчивое функционирование и развитие энергокомпаний РФ / В.И. Колибаба, А.С. Тарасова // Вестник Казанского государственного энергетического университета. – 2023. – Т.15. – №1 (57). – С. 152-172.

72 Колибаба, В.И. Стоимостные модели в контроллинге устойчивого развития электроэнергетических компаний и кластеров / В.И. Колибаба, А.А. Морозова // Вестник Казанского государственного энергетического университета. – 2022. – Т. 14. – №2 (54). – С. 106-119.

73 Колибаба, В.И. Стратегические аспекты формирования и развития электроэнергетических финансово-промышленных групп / В.И. Колибаба, Ю.П. Ямпольский // Вестник ИГЭУ. – 2008. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/strategicheskie-aspekty-formirovaniya-i-razvitiya-elektroenergeticheskikh-finansovo-promyshlennykh-grupp> (дата обращения: 11.04.2021).

74 Колосовский, Н.Н. Основы экономического районирования / Н.Н. Колосовский. – М.: Госполитиздат, 1958. – 200 с.

75 Криворотов, В.В. Экономика предприятий энергетики: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки «Экономика» / В.В. Криворотов, Ю.Б. Ключев, А.В. Калина. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2018. – 303 с.

76 Кузнецов, С.А. Большой толковый словарь русского языка / С.А. Кузнецов. – М.: Норинт, 2008. – 1534 с.

77 Кузьменко, О.В. Роль стратегического планирования в повышении устойчивости развития предприятия / О.В. Кузьменко, Д.С. Чернышов // Концепт. – 2019. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rol-strategicheskogo-planirovaniya-v-povyshenii-ustoychivosti-razvitiya-predpriyatiya> (дата обращения: 08.04.2021).

78 Кулапин, А.И. Стратегическое планирование как базис для реализации потенциала российского ТЭК в глобальной технологической революции / А.И. Кулапин // Энергетическая политика. – 2018. – № 3. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/strategicheskoe-planirovanie-kak-bazis-dlya-realizatsii-potentsiala-rossiyskogo-tek-v-globalnoy-tehnologicheskoy-revolyuitsii>.

79 Кутовой, Г.П. Электроэнергетика вновь перед выбором варианта дальнейших реформ / Г.П. Кутовой // Энергетическая политика. – 2017. – № 6. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/elektroenergetika-vnov-pered-vyborom-varianta-dalneyshih-reform>.

80 Малиновская, Н.А. Инфраструктурный комплекс продовольственного рынка: роль, значение и механизм развития составных элементов инфраструктурного комплекса / Н.А. Малиновская // Экономика, статистика и информатика. Вестник УМО. – 2011. – № 3. – С. 84–86.

81 Маричева, Н.Н. «Влияние враждебных поглощений на стоимость акций приобретающих компаний: российская и европейская практика» / Н.Н. Маричева, Е.М. Рогова // Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные Финансы). – 2017. – № 10 (4). – С. 68–82. – ISSN 2073–0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073–0438.10.4.2016.68-82.

82 Методы оценки экономической эффективности применения стратегии устойчивого развития на предприятии / В.Г. Мохов, М.К. Шамкова, И.К. Гордеев, И.О. Потапкина // Вызовы современности и стратегии развития общества в условиях новой реальности: Сборник материалов XVIII Международной научно-практической конференции, Москва, 30 июня 2023 года. – Москва: Общество с ограниченной ответственностью «Издательство АЛЕФ», 2023. – С. 386–391.

83 Молотников, А.Е. Слияния и поглощения. Российский опыт: монография / А.Е. Молотников. – М.: Вершина, 2006. – 344 с.

84 Мохов, В.Г. Обеспечение устойчивого развития предприятия в условиях экономической нестабильности / В.Г. Мохов, К.В. Очнева, В.О. Логиновская // Управление инвестициями и инновациями. – 2018. – № 1. – С. 85–89.

85 Мохов, В.Г. Российская государственная политика в области устойчивого развития / В.Г. Мохов, А.Е. Лайне // Управление инвестициями и инновациями. – 2018. – № 2. – С. 74–79.

86 Назарова, В.В. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе / В.В. Назарова, О.Р. Шевякина // Корпоративные финансы. – 2015. – № 4. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/opredelenie-optimalnoy-premii-v-sdelkah-sliyaniya-i-pogloscheniya-v-neftegazovom-sektore> (дата обращения: 18.12.2020).

87 Национальные счета России в 2015–2022 годах: Стат. сб. / Росстат. – М., 2023. – 419 с.

88 Некоторые аспекты коренного реформирования электроэнергетической отрасли в развитых странах мира. – URL: <https://mbschool.ru/articles/51783> (дата обращения: 14.10.2023);

89 Некрасов, Н.Н. Региональная экономика [Текст]: Теория, пробл., методы / Н.Н. Некрасов. – 2-е изд. – М.: Экономика, 1978. – 343 с.

90 Носко, В.П. Эконометрика: в 2 кн. Книга 1 / В.П. Носко. – М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2021. – 704 с.

91 Орлова, И.В. Подход к решению проблемы мультиколлинеарности при анализе влияния факторов на результирующую переменную в моделях регрессии / И.В. Орлова // Фундаментальные исследования. 2018. – № 3. – С. 58–63.

92 Основные фонды и другие нефинансовые активы. – URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/14304> (дата обращения: 14.10.2023);

93 Партин, И.М. Зависимость оценки стоимости компании в сделке m&a от типа компании-покупателя / И.М. Партин // Корпоративные финансы. – 2012. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/zavisimost-otsenki-stoimosti-kompanii-v-sdelke-m-a-ot-tipa-kompanii-rokupatelya> (дата обращения: 18.12.2020).

94 Партин, И.М. Детерминанты эффективности международных сделок по приобретению компаний из стран Европейского союза / И.М. Партин, М.В. Масленникова // Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные Финансы). – 2015. – № 9 (3). – С. 63–81. – ISSN 2073–0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073–0438.9.3.2015.63-81.

95 Плотников, А.В. Корпоративное управление: модели, интегрированные структуры, слияния и поглощения: монография / А.В. Плотников; Министерство сельского хозяйства Российской Федерации, федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Пермский аграрно-технологический университет имени академика Д.Н. Прянишникова». – Пермь: ИПЦ «ПрокростЪ», 2020. – 247 с.

96 Поликарпова, М.Г. Оценка стоимости бизнеса в интеграционных сделках металлургической компании / М.Г. Поликарпова // Вестник МГТУ им. Г.И. Носова. – 2012. – № 4. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-stoimosti-biznesa-v-integratsionnyh-sdelkah-metallurgicheskoy-kompanii> (дата обращения: 21.12.2020).

97 Портер, М.Э. Конкуренция: пер. с англ. / М.Э. Портер. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – 608 с.

98 Проблемы экономической безопасности: вызовы новой реальности / Е.В. Алексеева, В.В. Бехер, Т.А. Вerezубова [и др.] ; Министерство науки и выс-

шого образования Российской Федерации Южно-Уральский государственный университет Кафедра «Экономическая безопасность». – Челябинск: Южно-Уральский государственный университет (национальный исследовательский университет), 2023. – 732 с.

99 Просвирина, И.И. Моделирование цены сделок слияний и поглощений энергетических компаний: проблема выбора переменных / И.И. Просвирина, А.В. Стерхов, И.Н. Батина // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. – 2022. – Т. 16. № 3. – С. 118–125. – DOI 10.14529/em220313. – 0,78 п.л. (авт. 0,5 п.л.).

100 Просвирина, И.И. Моделирование результата сделок слияний и поглощений энергетических компаний / И.И. Просвирина, А.В. Стерхов // Наука ЮУрГУ. Секции экономических наук: материалы 74-й научной конференции, Челябинск, 19–21 апреля 2022 г. / Министерство науки и высшего образования Российской Федерации Южно-Уральский государственный университет. – Челябинск: Издательский центр ЮУрГУ. – 2022. – С. 95–103. – 0,45 п.л. (авт. 0,4 п.л.).

101 Просвирина, И.И. Типологизация стратегий корпоративного развития на основе интеграции и диверсификации / И.И. Просвирина, А.В. Стерхов // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. – 2021. – Т. 15. – № 4. – С. 106–114. – DOI 10.14529/em210411. – 0,88 п.л. (авт. 0,65 п.л.).

102 Пятаева, О.А. Разработка методики управления рисками в инновационной деятельности для энергетических компаний / О.А. Пятаева, Г.Е. Нургазина // Вестник МГЭИ. – 2020. – № 2. – С. 326–341.

103 Пятаева, О.А. Трансфер технологий в энергетической отрасли: оценка и анализ зарубежного опыта / О.А. Пятаева, И.А. Соловьева // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. – 2022. – Т. 16. – № 2. – С. 111–121.

104 Ревинская, Л.Ю. О различиях понятий «холдинг», «холдинговая компания» и «холдинг-компания» / Л.Ю. Ревинская // Евразийский Союз Ученых. –

2015. – № 4–2 (13). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/o-razlichiyah-ponyatiy-holding-holdingovaya-kompaniya-i-holding-kompaniya> (дата обращения: 03.06.2022).

105 Решетникова, Т.В. Генезис понятия «Слияния и поглощения» в мировом научном знании / Т.В. Решетникова, Ф.И. Валиева // Известия УГГУ. – 2017. – № 3 (47). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/genezis-ponyatiya-sliyaniya-i-pogloscheniya-v-mironauchnom-znanii> (дата обращения: 02.01.2021).

106 Рид, С.Ф. Искусство слияний и поглощений / С.Ф. Рид, А.Р. Лажу; пер с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. – 958 с.

107 Рогова, Е.М. Оценка влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний на развивающихся рынках капитала (на примере стран BRICS) / Е.М. Рогова, Д. Лузина // Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные Финансы). – 2015. – № 9 (3). – С. 27–50. – ISSN 2073–0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073–0438.9.3.2015.27-50.

108 Родионов, И.И. Обзор основных теоретических подходов и эмпирических исследований эффективности сделок слияний и поглощений / И.И. Родионов, В.Б. Михальчук // Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные Финансы). – 2015. – № 9 (3). – С. 98–110. – ISSN 2073–0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073–0438.9.3.2015.98-110.

109 «Росатом» выкупил «Квадру» у Михаила Прохорова за 26 млрд рублей. – URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2022/01/31/907170-rosatom-vikupil-kvadru> (дата обращения: 14.10.2023).

110 Рябова, Е.В. Методика оценки премии в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках для частных компаний / Е.В. Рябова, В.В. Петрова // Финансы: теория и практика. – 2017. – № 5. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/metodika-otsenki-premii-v-sdelkah-sliyaniya-i-pogloscheniya-na-razvivayuschih-sya-rynках-dlya-chastnyh-kompaniy> (дата обращения: 18.12.2020).

111 Сахаутдинова, Э.Р. Анализ подходов к решению задач стратегического планирования энергосбытовой компании / Э.Р. Сахаутдинова // Статистика и эко-

номика. – 2010. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-podhodov-k-resheniyu-zadach-strategicheskogo-planirovaniya-energobytovoy-kompanii> (дата обращения: 14.10.2023).

112 Свиридова, С.В. Подходы к разработке и реализации стратегии развития промышленных предприятий / С.В. Свиридова, Е.А. Ильина // ЭКОНОМИНФО. – 2019. – № 2–3. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/podhody-k-razrabotke-i-realizatsii-strategii-razvitiya-promyshlennyh-predpriyatiy> (дата обращения: 11.04.2021).

113 Сеницын, Е.В. Некоторые вопросы моделирования и оценки слияний и поглощений (на примере оптовых генерирующих компаний) / Е.В. Сеницын, А.В. Стерхов // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. – № 18. – С. 7–14.

114 Сеницын, Е.В. Некоторые проблемы оценки инвестиционной привлекательности предприятий электроэнергетики при слияниях и поглощениях (на примере оптовых генерирующих компаний) / Е.В. Сеницын, А.В. Стерхов // Известия Уральского государственного университета. Серия 3: Общественные науки. – 2009. – № 4(70). – С. 46–56.

115 Сеницын, Е.В. К вопросу об оценке инвестиционной привлекательности предприятий электроэнергетики (на примере оптовых генерирующих компаний) / Е.В. Сеницын, А.В. Стерхов // Экономический анализ: теория и практика. – 2009. – № 21(150). – С. 9–15.

116 Ситникова, Л.В. О некоторых инструментах формирования вектора развития интегрированной компании / Л.В. Ситникова // УЭКС. – 2011. – № 25. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/o-nekotoryh-instrumentah-formirovaniya-vektora-razvitiya-integrirovannoy-kompanii> (дата обращения: 11.04.2021).

117 Соколов, М.А. Аналитическая модель комплексной оценки эффективности интеграционных трансформаций организаций за счет слияний и поглощений / М.А. Соколов // ТДР. – 2010. – № 6. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiticheskaya-model-kompleksnoy-otsenki->

effektivnosti-integratsionnyh-transformatsiy-organizatsiy-za-schet-sliyaniy-i-pogloscheniy (дата обращения: 18.12.2020).

118 Старкова, Н.О. Основные проблемы развития и инвестирования российской электроэнергетики / Н.О. Старкова, Д.В. Зубко // Бюллетень науки и практики. – 2016. – № 11 (12). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osnovnyye-problemy-razvitiya-i-investirovaniya-rossiyskoy-elektroenergetiki>.

119 Стерхов, А.В. Анализ и оценка финансовых показателей как факторов стоимости сделок слияний и поглощений в высокотехнологичных отраслях / А.В. Стерхов // Вестник УрФУ. Серия: Экономика и управление. – 2013. – № 2. – С. 134–144.

120 Стерхов, А.В. К вопросу о закономерностях изменения цен акций электроэнергетических компаний при слияниях и поглощениях / А.В. Стерхов, И.И. Просвирина // Конкурентоспособность и развитие социально-экономических систем : Сборник аннотаций докладов IV Международной научной конференции памяти академика А.И. Татаркина, Челябинск, 25–26 ноября 2020 г. / Под редакцией В.И. Бархатова, Д.А. Плетнева, О.В. Брижак, Г.П. Журавлевой. – Челябинск: Челябинский государственный университет. – 2020. – С. 190–191. – 0,16 п.л. (авт. 0,12 п.л.).

121 Стерхов, А.В. К вопросу о понятии и структуре промышленного комплекса / А.В. Стерхов // Актуальные проблемы социально-экономической статистики и цифровизации экономических расчетов: Сборник научных статей II Всероссийской научно-практической конференции, Нижний Новгород, 29 июня 2022 г. / Редколлегия: И.Е. Мизиковский, Т.В. Савицкая, Э.С. Дружиловская. – Нижний Новгород: Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского. – 2023. – С. 541–546. – 0,4 п.л. (авт. 0,4 п.л.).

122 Стерхов, А.В. Роль сделок слияний и поглощений в развитии мировой электроэнергетики / А.В. Стерхов // Российские регионы в фокусе перемен : Сборник докладов XIV Международной конференции, Екатеринбург, 14–16 нояб-

ря 2019 г. – Екатеринбург: ООО «Издательство УМЦ УПИ». – 2020. – С. 36–38. – 0,25 п.л. (авт. 0,25 п.л.).

123 Стерхов, А.В. Управление стратегическим планированием на основе сделок слияний и поглощений и его влияние на эффективность электроэнергетического комплекса России / А.В. Стерхов // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». – 2023. – Т. 17, № 3. – С. 141–150. – 0,86 п.л. (авт. 0,86 п.л.).

124 Стерхов, А.В. Формирование премии в сделках слияний и поглощений электроэнергетических компаний с учетом политических факторов / А.В. Стерхов, И.И. Просвирина // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. – 2019. – Т. 13. – № 4. – С. 80–87. – 0,87 п.л. (авт. 0,6 п.л.).

125 Томпсон-мл., А.А. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа / А.А. Томпсон-мл., А.Дж. Стрикленд III. – 12-е изд., пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2006. – 928 с.

126 Транспортная и энергетическая инфраструктура в развитии производительных сил макрорегиона / М.Б. Петров, В.В. Литовский, А.Ю. Домников [и др.]. – Екатеринбург : Институт экономики УрО РАН, 2022. – 275 с.

127 Фаэй, Л. Курс МВА по стратегическому менеджменту / Л. Фаэй, Р. Рэнделл ; пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 608 с.

128 Федорова, Е.А. Влияние внешней среды на эффективность сделок слияний и поглощений в телекоммуникационной отрасли / Е.А. Федорова, А.А. Медведева, Ф.Ю. Федоров // Экономический анализ: теория и практика. – 2016. – № 1 (448). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-vneshney-sredy-na-effektivnost-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-v-telekommunikatsionnoy-otrasli> (дата обращения: 15.02.2021).

129 Федорова, Е.А. Влияние внешних факторов на рынок слияний и поглощений в энергетической отрасли в РФ / Е.А. Федорова, Е.И. Изотова, Д.О. Афанасьев // Управленческие науки в современном мире. – 2015. – Т. 2, № 1. – С. 665–669.

130 Федорова, Е.А. Оценка слияний и поглощений в секторе энергетики Российской Федерации на основе метода кумулятивной избыточной доходности / Е.А. Федорова, Е.И. Изотова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 34(220). – С. 12–21.

131 Филатов, В.В. Анализ слияний и присоединений (рынка корпоративного контроля) Госкорпорации «Росатом» / В.В. Филатов, Д.С. Горин, Л.С. Мариен, Т.А. Грипич // Микроэкономика. – 2021. – №6. – С. 40–50.

132 Филатов, В.В. Государственные программы и проекты стимулирования ведущих компаний ЕС по использованию возобновляемых источников энергии, водорода и рециклингу твердых бытовых отходов / А.А. Настенко, В.В. Филатов, В.В. Безпалов, Д.С. Горин // Микроэкономика. – 2023. – №1. – С. 52-60.

133 Филимонова, И.В. Понятие и правовая природа холдинга: основные доктринальные подходы / И.В. Филимонова // Российский юридический журнал. – 2014. – № 6 (99). – С. 76–88.

134 Харисова, Г. М. Типологизация российских регионов с учетом роли объектов инфраструктуры в трансформации экономического пространства мезообразований / Г.М. Харисова // УЭжС. – 2012. – № 8 (44). – С.1–8.

135 Чикулаев, Р.В. Холдинг как междисциплинарное понятие экономики и права / Р.В. Чикулаев // Гуманитарные и социальные науки. – 2014. – № 2. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/holding-kak-mezhdistsiplinarnoe-ponyatie-ekonomiki-i-prava> (дата обращения: 03.06.2022).

136 Чиркова, Е.В. Краткосрочная реакция рынка на трансграничные приобретения российских металлургических компаний / Е.В. Чиркова, Е.В. Чувствина // Экономический журнал ВШЭ. – 2013. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kratkosrochnaya-reaktsiya-rynka-na-transgranichnye-priobreteniya-rossiyskih-metallurgicheskikh-kompaniy> (дата обращения: 18.12.2020).

137 Шишкин, А.Н. К вопросу о формировании стратегии на предприятиях / А.Н. Шишкин // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2020. – № 11–3. – URL:

<https://cyberleninka.ru/article/n/k-voprosu-o-formirovanii-strategii-na-predpriyatiyah>
(дата обращения: 08.04.2021).

138 Шлафман, А.И. Формирование признаков классификации видов поглощений предприятий / А.И. Шлафман // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. – 2009. – № 1 (71). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-priznakov-klassifikatsii-vidov-pogloscheniy-predpriyatiy> (дата обращения: 18.12.2020).

139 Эванс, Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп; пер с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.

140 Эксперты прокомментировали покупкой «дочкой» Росатома компании «Квадра». – URL: <https://tass.ru/ekonomika/13579349> (дата обращения: 14.10.2023).

141 Ahammad, M.F. Knowledge transfer and cross-border acquisition performance: The impact of cultural distance and employee retention / M.F. Ahammad, S.Y. Tarba, Y. Liu, K.W. Glaister // *International Business Review*. – 2016. – № 25 (1). – P. 66-75. – DOI 10.1016/j.ibusrev.2014.06.015.

142 About Euribor: The European Money Market Institute. – URL: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/about-euribor.html> (дата обращения: 12.10.2023).

143 Angwin, D. New Integration Strategies for Post-Acquisition Management / D. Angwin, M. Meadows // *Long Range Planning*. – 2014. – № 48. – DOI 10.1016/j.lrp.2014.04.001.

144 Aybar, B. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals / B. Aybar, A. Ficici // *Journal of International Business Studies*. – 2009. – № 40. – P. 1317–1338. – <https://ezproxy.urfu.ru:3055>. – DOI 10.1057/jibs.2009.15.

145 Becker-Blease, J. Mergers and Acquisitions as a Response to the Deregulation of the Electric Power Industry: Value Creation or Value Destruction? / J. Becker-

Blease, L. Goldberg, F. Kaen // *Journal of Regulatory Economics*. – 2008. – № 33. – pp.21-53.

146 Bertrand, O. The Relevance of Political Affinity for the Initial Acquisition Premium in Cross-Border Acquisitions / O. Bertrand, M.A. Betschinger, A. Settles. – DOI 10.13140/RG.2.1.5108.4009.

147 Bonaime, A. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? / A. Bonaime, H. Gulen, M. Ion // *Journal of Financial Economics*. – 2018. – № 129 (3). – P. 531-558. – DOI 10.1016/j.jfineco.2018.05.007.

148 Brahma, S. Motives of Mergers and Acquisitions in the European Public Utilities: An Empirical Investigation of the Wealth-anomaly / S. Brahma, A. Boateng, S. Ahmad // *International Journal of Public Sector Management*. 2018. – № 31. P. 1-38.

149 Capron, L. Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns / L. Capron, J.C. Shen // *Strategic Management Journal*. – 2007. – № 28. – P. 891-911. – <https://ezproxy.urfu.ru:3055>. – DOI 10.1002/smj.612.

150 Chakrabarti, A. The role of geographic distance in completing related acquisitions: Evidence from U.S. chemical manufacturers: Geographic Distance and Acquisition Completion / A. Chakrabarti, W. Mitchell // *Strategic Management Journal*. – 2015. – № 37. – DOI 10.1002/smj.2366.

151 Chebotareva, G. Risk management of mergers and acquisitions with borrowed capital in the energy sector / G. Chebotareva, P. Khomenko, M. Khodorovsky // *International Journal of Sustainable Development and Planning*. – 2018. – № 13 (6). – P. 905-916.

152 Chen, C. Financial statement comparability and the efficiency of acquisition decisions / C. Chen, D.W. Collins, T.D. Kravet, R.D. Mergenthaler // *Contemporary Accounting Research*. – 2018. – № 35 (1). – P. 164-202. – DOI 10.1111/1911-3846.12380.

153 Cuypers, I.R.P. When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions / I.R.P. Cuypers,

Y. Cuypers, X. Martin // *Strategic Management Journal*. – 2017. – № 38 (3). – P. 609-625. – DOI 10.1002/smj.2502.

154 Erel, I. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions / I. Erel, R.C. Liao, M.S. Weisbach // *The Journal of Finance*. – 2012. – № 67. – P. 1045-1082. – <https://ezproxy.urfu.ru:3055>. – DOI 10.1111/j.1540-6261.2012.01741.x.

155 Fawcett, T. ROC Graphs: Notes and Practical Considerations for Researchers / T Fawcett // *Machine Learning*. – 2004. – № 31. – P.1-38.

156 Ferris, S.P. Friends in the right places: The effect of political connections on corporate merger activity / S.P. Ferris, R. Houston, D. Javakhadze // *Journal of Corporate Finance*. – 2016. – № 41. – P. 81-102. – ISSN 0929-1199.

157 Fragile State Index. The Fund for Peace. – URL: <https://fragilestatesindex.org/> (дата обращения: 14.10.2023)

158 Francis, J.R. The Role of Similar Accounting Standards in Cross-Border Mergers and Acquisitions / J.R. Francis, S.X. Huang, I.K. Khurana // *Contemporary Accounting Research*. – 2016. – № 33. – P. 1298-1330. – <https://ezproxy.urfu.ru:3055>. – DOI 10.1111/1911-3846.12176.

159 Galperina, L. Global Trends of International Mergers and Acquisitions in the Energy Sector / L. Galprerina, Y. Klen // *International Economic Policy*. – 2017. – № 1. – P. 43-68.

160 Grigorieva, S. The Effect of an Acquirer's Life Cycle Stage on the Performance of M&As: Evidence from Mega and Non-Mega Deals in the US / S. Grigorieva, A. Egorova // *Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные Финансы)*. – 2019. – № 13 (3). – С. 7-18. – ISSN 2073-0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.3.2019.7-18.

161 Grigorieva, S. The Effect of Cross-Border and Domestic Acquisitions on Shareholder Wealth: Evidence from Brics Acquirers / S. Grigorieva, R. Morkovin // *Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные Финансы)*. – 2014. – № 8 (4). – С. 34-45. – ISSN 2073-0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.8.4.2014.34-45.

162 Haleblian, J.J. High-Reputation Firms and Their Differential Acquisition Behaviors / J.J. Haleblian, M.D. Pfarrer, J.T. Kiley // *Strategic Management Journal*. – 2017. – № 38. – P. 2237-2254. – <https://ezproxy.urfu.ru:3055>. – DOI 10.1002/smj.2645.

163 Harford, J. What drives merger waves? / J. Harford // *Journal of Financial Economics*. – 2005. – № 77 (3). – P. 529-560. – DOI 10.1016/j.jfineco.2004.05.004.

164 Knauer, T. The shareholder value effects of using value-based performance measures: Evidence from acquisitions and divestments / T. Knauer, L. Silge, F. Sommer // *Management Accounting Research*. – 2018. – № 41. – DOI 10.1016/j.mar.2018.02.001.

165 Kolibaba, V.I. Sustainable energy development issues in the context of world economy deglobalization / V.I. Kolibaba, I.G. Kukukina, A.A. Morozova // *E3S Web of Conferences*. 2020: First Conference on Sustainable Development: Industrial Future of Territories (IFT 2020), Yekaterinburg, Russia, September 28-29, 2020. – Les Ulis, France: EDP Sciences. – 2020. – Vol.208. – pp.1–6

166 Kwoka, J. Do mergers improve efficiency? Evidence from restructuring the US electric power sector / J. Kwoka, M. Pollitt // *International Journal of Industrial Organization* / – 2010. – № 6. – pp.645-656.

167 Liu, Y. Light-Touch Integration of Chinese Cross-Border M&A: The Influences of Culture and Absorptive Capacity / Y. Liu, M. Woywode // *Thunderbird International Business Review*. – 2013. – № 55. – DOI 10.1002/tie.21557.

168 Martynova, M. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? / M. Martynova, L. Renneboog // *Journal of Banking and Finance*. – 2008. – № 32 (10). – P. 2148-2177. – DOI 10.1016/j.jbankfin.2007.12.038.

169 Mikhалchuk, V. «The Impact of Domestic Mergers and Acquisitions on the Operating Profit Margins of Companies in Russia» / V. Mikhалchuk // *Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные Финансы)*. – 2020. – № 14 (1). – С. 69-79. – ISSN 2073-0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.14.1.2020.69-79.

170 NAICS Code Lookup. – URL: <https://siccode.com/naics-code-lookup-directory> (дата обращения: 14.10.2023)

171 Nguyen, N. Political corruption and mergers and acquisitions / N.H. Nguyen, H.V. Phan, T. Simpson // *Journal of Corporate Finance*. – 2020. – № 65. – ISSN 0929-1199. – DOI 10.1016/j.jcorpfin.2020.101765.

172 Prosvirina, I.I. The Influence of the Globalisation Factor on Premiums in Merger and Acquisition (M&A) Deals of Electric Power Companies / I.I. Prosvirina, A.V. Sterkhov // *Proceedings of the International Scientific Conference "FarEastCon" (ISCFEC 2020): Серия: Advances in Economics, Business and Management Research*. Vladivostok, 01–04 октября 2019 г. Vol. 128. – Vladivostok: Atlantis Press. – 2020. – DOI 10.2991/aebmr.k.200312.450. – 0,59 п.л. (авт. 0,45 п.л.).

173 Pupentsova, S.V. Determining the control premium in business valuation of shares / S.V. Pupentsova, O.A. Shabrova, V.A. Leventsov // *Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки*. – 2017. – № 5. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/determining-the-control-premium-in-business-valuation-of-shares> (дата обращения: 21.12.2020).

174 Ralph, N. *Merger Movements in American Industry: 1895-1956.*– Princeton N.J.: Princeton University Press, 1959.

175 Rhodes-Kropf, M. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence / M. Rhodes-Kropf, D.T. Robinson, S. Viswanathan // *Journal of Financial Economics*. – 2005. – № 77 (3). – P. 561-603. – DOI 10.1016/j.jfineco.2004.06.015.

176 Samitas, A. The Impact of Mergers and Acquisitions on World Energy Enterprises' Stock Returns / A. Samitas, D. Kenourgios, I. Tsakalos // *International Journal of Business Research*. – 2008. – № 8 (1). – С. 191-201.

177 Siva, K.V. Do home country stability factors matter for domestic and cross border mergers and acquisitions? A case of G19 countries / K.V. Siva, M. Thenmozhi // *Finance Research Letters*. – 2022. – № 47. – Part A. 102527. – ISSN 1544-6123.

178 Skvortsova, I. Impact of Intellectual Capital on Mergers and Acquisitions: Evidence from Developed and Emerging Capital Markets / I. Skvortsova, A. Sidelnikova // *Journal of Corporate Finance Research (Корпоративные*

Финансы). – 2020. – № 14 (2). – С. 35-57. – ISSN 2073-0438. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.14.2.2020.35-57.

179 Somaiya, J. Merger and Acquisition on Electricity Outside India / J. Somaiya, R. Savani // A Global Journal of Interdisciplinary Studies. – 2019. – № 12. – P. 46-52.

180 Sonenshine, R. Merger waves: Are buyers following the herd or responding to structural queues? / R. Sonenshine // Eurasian Business Review. – 2020. – № 10 (2). – P. 287-308. – DOI 10.1007/s40821-019-00136-7.

181 Sterkhov, A. Premium Evaluation in Mergers and Acquisitions of Electricity Companies / A. Sterkhov // Journal of Corporate Finance Research. – 2019. – Vol. 13, No. 3. – P. 48–60. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.3.2019.48-60. – 1,23 п.л. (авт. 1,23 п.л.).

182 Tao, F. “Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms” / F. Tao, X. Liu, L. Gao, E. Xia // International Business Review Elsevier. – 2017. – № 26 (1). – P. 189-202.

183 Tunyi, A. Location Advantages, Governance Quality, Stock Market Development and Firm Characteristics as Antecedents of African M&As / A. Tunyi, N. Collins // Journal of International Management. – 2017. – № 22. – DOI 10.1016/j.intman.2016.01.005.

184 Widianova, V. Merger and Acquisition Analysis in Creating Value for Shareholders in The Infrastructure and Utility Sector / V. Widianova, P. Wulandari // Journal of International Conference Proceedings. – 2021. – № 4. – pp.150-161.

185 Xie, E. Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions / E. Xie, K.S. Reddy, J. Liang // Journal of World Business. – 2017. – № 52. – DOI 10.1016/j.jwb.2016.12.005.

186 Yang, H. Does political corruption affect mergers and acquisitions decisions? Evidence from China / H. Yang, Q. Zhang, X. Zhao, Z. Wang // International Review of

Economics & Finance. – 2022. – № 78. – P. 248-266. – ISSN 1059-0560. – DOI 10.1016/j.iref.2021.12.003.

187 Zaheer, A. Synergy Sources, Target Autonomy, and Integration in Acquisitions / A. Zaheer, X. Castañer, D. Souder // Journal of Management. – 2013. – № 39. – P. 604-632. – DOI 10.1177/0149206311403152.

188 Zephyr Database. – URL: <https://zephyr.bvdinfo.com/> (дата обращения: 15.11.2021).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А

Таблица А.1 – Определения промышленного комплекса и синонимичных понятий (авт. [121])

Автор	Термин	Определение
М.Э. Артемьева	Инфраструктурный комплекс	Комплекс отраслей хозяйства, которые обслуживают производство и обеспечивают условия жизнедеятельности общества [22, с. 182]
А.Г. Боев	Промышленный комплекс	Группа интегрированных предприятий, функционирующих как целостная структура. Реже – единое крупное предприятие [33]
А.В. Бабкин	Интегрированная промышленная структура	Юридическое лицо или группа юридических лиц, предусматривающая объединение активов ее участников для предпринимательских целей на договорной или формальной основе для осуществления совместной хозяйственной деятельности, основным видом которой является производство продукции промышленного назначения [25]
Е.Н. Евдокимова	Промышленный комплекс	Совокупность экономически взаимосвязанных промышленных предприятий [55, с. 75]
Н.Н. Колосовский	Территориально-производственный комплекс	Планово создаваемая, пропорционально развивающаяся совокупность устойчиво взаимосвязанных объектов отраслей народного хозяйства (сфер материального производства и непромышленной сферы), трудовых и природных ресурсов... [74]
Н.Н. Некрасов	Территориально-производственный комплекс	Совокупность предприятий одной или нескольких отраслей, размещаемых в пределах одного экономического района (региона) и использующих его производственную и социальную инфраструктуру [89]
Л.В. Анохина	Региональный промышленный комплекс	Организационно-экономическая система, содержанием которой является системное взаимодействие предприятий и организаций различных отраслей и ведомств в едином процессе производства разнообразных видов продукции и услуг и являющихся составной частью единого народохозяйственного комплекса региона [19]

Таблица А.2 – Определения корпоративной стратегии и связанных с ним понятий (авт.)

Автор(ы)	Термин	Определение
Артур А. Томпсон-мл., А. Стрикленд	Стратегия компании	Комбинация методов конкуренции и организации бизнеса, направленная на удовлетворение клиентов и достижение организационных целей [125, с. 32]
Артур А. Томпсон-мл., А. Стрикленд	Модель бизнеса (бизнес-модель)	Способ получения прибыли от деятельности организации (насколько экономическая стратегия компании обеспечивает жизнеспособность всего предприятия) [125, с. 33]
И. Ансофф	Стратегия	Набор правил для решений, которыми организация руководствуется в своей деятельности [21, с. 32]
Д. Аакер	Стратегия	Основным компонентом стратегии является сфера бизнеса и происходящие внутри нее динамические процессы [13, с. 22]
И. Альтшулер	Стратегия	Интегрированный, унифицированный и понятный план действий для достижения цели [17, с. 61]
К. Боумен	Стратегия	Обобщающая модель действий, необходимая для достижения поставленных целей путем координации и распределения ресурсов компании [34, с. 172]
Б. Хендерсон	Стратегия	Преднамеренный поиск плана действий, которые будут способствовать развитию конкурентного преимущества компании и станут его неотъемлемой частью [42, с. 32]
С.Е. Кирюхина	Стратегия	Система действий, документ, отражающий экономически и научно обоснованные направления развития, цели и долгосрочные цели корпорации, пути их эффективной реализации... [69, с. 72]
О.В. Кузьменко, Д.С. Чернышов	Стратегия	Система элементов управления, включающая приоритетные направления, формы, методы, средства, правила, способы использования ограниченных ресурсов, а также научно-технического и производственно-сбытового потенциала предприятия с целью выработки и принятия экономически эффективного решения с позиции достижения стратегических целей и поддержания конкурентных преимуществ в долгосрочной перспективе [77]
С.В. Свиридова	Стратегия	Долгосрочный, детально разработанный план, охватывающий все направления хозяйственной деятельности, нацеленный на достижение основных целей и задач предприятия, также показывающий общее направление развития организации, ее методы конкуренции и позиции в окружающей среде [112]
А.Н. Шишкин	Стратегия	Комплекс мероприятий, выраженных в выполнении каких-либо действий, направленных на достижения целей организации [137]

Приложение Б

Таблица Б.1 – Статистика мирового рынка слияний и поглощений за 1997–2019 годы (авт. на осн. [188])

Год	Число сделок	Цена сделки (среднее), млн евро	Сумма совокупных активов объектов сделки (среднее), млн евро	Цена сделки (медиана), млн евро	Сумма совокупных активов объектов сделки (медиана), млн евро
1997	52	6.65	200.66	5.86	230.03
1998	69	18.07	811.60	7.45	664.50
1999	88	21.93	1 266.56	14.93	1 700.79
2000	246	37.76	1 187.67	30.08	831.58
2001	526	55.80	1 012.51	29.21	488.71
2002	895	38.92	990.36	15.10	196.34
2003	1 387	74.34	3 264.52	8.90	206.59
2004	2 808	399.00	16 353.18	7.50	146.87
2005	4 912	1 235.47	19 645.19	6.50	112.80
2006	5 781	1 542.69	16 183.57	7.39	119.05
2007	5 849	492.59	15 449.44	12.70	120.45
2008	3 782	73.25	5 241.49	10.18	101.46
2009	3 238	66.91	1 211.70	5.33	105.15
2010	3 729	70.73	3 482.70	7.14	126.96
2011	4 756	123.11	7 828.75	8.64	121.15
2012	5 125	138.22	4 487.26	8.93	91.67
2013	6 452	150.05	2 188.49	7.70	104.62
2014	7 445	141.32	2 201.32	7.55	151.01
2015	8 791	189.25	3 008.63	8.00	123.73
2016	7 677	166.72	3 037.86	7.32	110.15
2017	7 261	164.58	2 492.28	6.32	90.68
2018	7 236	322.69	3 309.35	5.81	80.61
2019	7 451	287.40	3 148.32	5.61	78.59
<i>Среднее</i>	<i>3 715</i>	<i>289.05</i>	<i>5 015.40</i>	<i>14.12</i>	<i>262.24</i>

Таблица Б.2 – Структура сделок слияний и поглощений по кластерам в 1996–2019 гг. (общее число сделок за год = 100 %) (авт. на осн. [188])

в процентах

Год	Номер кластера сделки			
	1	2	3	4
1996	25.00	0.00	0.00	75.00
1997	7.69	5.77	5.77	80.77
1998	24.64	5.80	2.90	66.67
1999	13.64	11.36	4.55	70.45
2000	19.92	9.35	8.13	62.60
2001	15.97	7.79	6.65	69.58
2002	21.12	10.61	8.49	59.78
2003	40.95	7.14	7.07	44.84
2004	62.64	3.99	4.67	28.70
2005	72.64	3.62	2.61	21.13
2006	70.96	3.65	3.49	21.90
2007	63.86	5.73	4.99	25.42
2008	49.37	8.67	8.04	33.92
2009	51.98	10.22	7.10	30.70
2010	49.56	8.96	7.37	34.11
2011	56.33	7.93	6.20	29.54
2012	59.92	8.64	5.70	25.74
2013	64.72	7.04	5.35	22.89
2014	63.59	6.66	5.41	24.34
2015	66.25	6.67	5.57	21.51
2016	62.02	7.03	6.29	24.66
2017	63.61	6.80	6.79	22.79
2018	68.50	7.59	6.01	17.90
2019	78.34	6.54	3.95	11.16

Таблица Б.3 – Структура сделок слияний и поглощений по кластерам в 1996–2019 гг. (объем сделок за год = 100 %) (авт. на осн. [188])

в процентах

Годы	Номера кластеров			
	1	2	3	4
1996	13.94	0.00	0.00	86.06
1997	1.76	0.57	5.90	91.77
1998	2.87	0.55	0.21	96.37
1999	2.86	9.18	0.13	87.33
2000	4.77	0.78	4.83	89.27
2001	5.97	3.75	3.74	86.38
2002	11.65	12.24	8.94	67.05
2003	15.14	2.75	2.89	79.09
2004	17.22	2.29	1.79	78.88
2005	22.38	2.37	3.84	71.48
2006	30.23	2.66	1.61	65.55
2007	43.40	3.56	4.42	48.51
2008	33.33	4.87	5.56	55.99
2009	27.32	4.09	4.78	63.82
2010	34.04	2.77	5.91	57.29
2011	36.28	5.35	4.56	53.82
2012	41.28	6.35	3.83	48.51
2013	46.37	5.10	3.08	45.33
2014	26.16	4.03	2.70	67.50
2015	30.00	4.13	3.25	62.48
2016	37.35	5.65	5.10	51.89
2017	34.04	4.68	8.00	53.34
2018	35.68	6.92	5.39	52.14
2019	75.26	8.55	4.56	11.63

Приложение В

Таблица В.1 – Сделки слияний и поглощений (инициатор – ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания», 2011–2020 гг.) (авт. на осн. [188])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб.	Приобретенная доля, %
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «ТГК № 9»	19.05.14	27.11.14	22,200	100,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ООО «ГАЗЭКС-Менеджмент»	30.09.14	30.09.14	3,610	66,600
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «Территориальная генерирующая компания № 6»	19.05.14	27.11.14	3,380	100,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «Территориальная генерирующая компания № 5»	19.05.14	28.11.14	2,390	100,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «Свердловская энергосервисная компания»	19.05.14	10.12.14	0,819	100,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ЗАО «Газмонтаж»	01.08.14	30.09.14	0,422	53,330
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ЗАО «Газмонтаж»	29.12.14	07.04.15	0,403	26,665
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ООО «ИФК «Капитал»	31.03.15	31.03.15	0,356	49,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «Сг-Инвест»	22.07.14	07.04.15	0,227	50,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «Пермэнерго-ремонт»	19.05.14	10.12.14	0,112	100,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «СамараЭнергоСпецРемонт»	28.04.14	28.04.14	0,022	100,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	Финансово-промышленная компания «Инвест»	31.03.15	31.03.15	0,007	33,000
ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания»	ОАО «Ульяновское производственное ремонтное предприятие»	28.04.14	28.04.14	0,003	100,000

Таблица В.2 – Сделки слияний и поглощений (инициатор – Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом», 2011–2020 гг.) (авт. на осн. [188])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб.	Приобретенная доля, %
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	АО «Атомэнергомаш»	26.12.14	26.12.16	24,900	54,153
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	JADROVA ENERGETICKA SPOLOCNOST SLOVENSKA AS (Словакия)	15.11.12	нет данных*	4,440	49,000
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	ООО «ВУ-ДИКСОН»	03.02.20	нет данных*	5,890	100,000
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	АО «ГНЦ НИИАР»	01.11.12	06.05.13	2,700	50,089
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	АО «ГНЦ НИИАР»	07.05.13	07.05.15	2,180	29,225
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	АО «Гиредмет»	23.06.14	23.06.16	0,860	26,807
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	Научно-исследовательский институт конструкционных материалов на основе графита	29.07.13	06.11.13	0,270	27,694

* данная сделка не имела успешного завершения;

Таблица В.3 – Сделки слияний и поглощений (объект – АО «Квадра – Генерирующая компания», 2011–2020 гг.) (авт. на осн. [188])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб.	Приобретенная доля, %
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	АО «Квадра – Генерирующая компания»	09.11.21	31.01.22	25,000	100,000
ПАО «Территориальная генерирующая компания № 2»	АО «Квадра – Генерирующая компания»	29.06.18	нет данных*	18,100	74,730
JOULE ENERGY LTD (Кипр)	АО «Квадра – Генерирующая компания»	31.03.16	31.03.16	2,310	48,107
ООО «Группа ОНЭКСИМ»	АО «Квадра – Генерирующая компания»	27.10.16	27.10.16	2,010	34,520

* данная сделка не имела успешного завершения;

Таблица В.4 – Сделки слияний и поглощений (объект – ОАО «Кубанская Генерирующая Компания», 2011–2020 гг.) (авт. на осн. [188])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб.	Приобретенная доля, %
ООО «ЛУКОЙЛ-Кубаньэнерго»	ОАО «Кубанская Генерирующая Компания»	28.02.12	16.10.12	0,610	29,054
LECLUSE TRADING LTD (Кипр)	ОАО «Кубанская Генерирующая Компания»	04.04.12	04.04.12	0,540	26,258
Физические лица	ОАО «Кубанская Генерирующая Компания»	28.12.11	28.12.11	0,550	26,258
ПАО «Интер РАО ЕЭС»	ОАО «Кубанская Генерирующая Компания»	11.05.11	11.05.11	0,530	26,258

Таблица В.5 – Сделки слияний и поглощений (объект – ПАО «Дальневосточная энергетическая компания», 2011–2020 гг.) (авт. на осн. [188])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб.	Приобретенная доля, %
DONALINK LTD (Кипр)	ПАО «Дальневосточная энергетическая компания»	21.12.18	21.12.18	9,230	41,840
АО «Дальневосточная генерирующая компания»	ПАО «Дальневосточная энергетическая компания»	05.06.20	05.06.20	5,320	38,040
LINEA LTD (Бермудские острова)	ПАО «Дальневосточная энергетическая компания»	14.03.17	14.03.17	3,430	34,020

Таблица В.6 – Сделки слияний и поглощений (объект – ПАО «Территориальная генерирующая компания № 2», 2011–2020 гг.) (авт. на осн. [188])

Инициатор сделки	Объект сделки	Дата начала	Дата завершения	Цена сделки, млрд руб.	Приобретенная доля, %
ООО «СОВЛИНК»	ПАО «Территориальная генерирующая компания № 2»	08.08.17	нет данных*	3,260	100,000
ООО «Долговое Агентство»	ПАО «Территориальная генерирующая компания № 2»	02.11.17	нет данных*	3,080	47,200
ООО «СОВЛИНК»	ПАО «Территориальная генерирующая компания № 2»	15.12.17	15.12.17	1,670	26,990
ООО «Долговое Агентство»	ПАО «Территориальная генерирующая компания № 2»	18.07.19	18.07.19	1,190	27,000

* данная сделка не имела успешного завершения;

Приложение Г

Таблица Г.1 – Отрасли, относящиеся к производству и распределению электроэнергии, газа и воды по классификации NAICS2017 (авт. [101])

Код NAICS2017	Название отрасли (английский язык)	Название отрасли (русский язык)
221111	Hydroelectric Power Generation	Производство гидроэлектроэнергии
221112	Fossil Fuel Electric Power Generation	Производство электроэнергии на ископаемом топливе
221113	Nuclear Electric Power Generation	Атомная электроэнергетика
221114	Solar Electric Power Generation	Производство солнечной электроэнергии
221115	Wind Electric Power Generation	Производство ветровой электроэнергии
221116	Geothermal Electric Power Generation	Производство геотермальной электроэнергии
221117	Biomass Electric Power Generation	Производство электроэнергии из биомассы
221118	Other Electric Power Generation	Другое производство электроэнергии
221121	Electric Bulk Power Transmission and Control	Передача и управление электрической энергией
221122	Electric Power Distribution	Распределение электроэнергии
221210	Natural Gas Distribution	Распределение природного газа
221310	Water Supply and Irrigation Systems	Системы водоснабжения и орошения
221320	Sewage Treatment Facilities	Очистные сооружения
221330	Steam and Air-Conditioning Supply	Подача пара и кондиционирование

Таблица Г.2 – Критерии отнесения сделок слияний и поглощений к стратегиям 1–6 (авт. [101])

		Инициатор сделки															
		22111	22112	22113	22114	22115	22116	22117	22118	22121	22122	22120	22130	221320	221330		
Объект сделки	221111	Производство гидро-электроэнергии	1	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	6	6	6	6
	221112	Производство электроэнергии на ископаемом топливе	3	1	3	3	3	3	3	3	3	4	4	6	6	6	6
	221113	Атомная электроэнергетика	3	3	1	3	3	3	3	3	3	4	4	6	6	6	6
	221114	Производство солнечной электроэнергии	3	3	3	1	3	3	3	3	3	4	4	6	6	6	6
	221115	Производство ветровой электроэнергии	3	3	3	3	1	3	3	3	3	4	4	6	6	6	6
	221116	Производство геотермальной электроэнергии	3	3	3	3	3	1	3	3	3	4	4	6	6	6	6
	221117	Производство электроэнергии из биомассы	3	3	3	3	3	3	1	3	3	4	4	6	6	6	6
	221118	Другое производство электроэнергии	3	3	3	3	3	3	3	1	3	4	4	6	6	6	6
	221121	Передача и управление электрической энергией	5	5	5	5	5	5	5	5	5	2	5	6	6	6	6
	221122	Распределение электроэнергии	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	2	6	6	6	6
	221210	Распределение природного газа	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	2	6	6	6
	221310	Системы водоснабжения и орошения	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	2	5	6
	221320	Очистные сооружения	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	4	2	6
	221330	Подача пара и кондиционирование	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	2

Таблица Г.3 – Типология стратегий развития предприятий электроэнергетического комплекса на основе интеграции и диверсификации, реализуемых на основе сделок слияний и поглощений (авт. [101])

Код	Название стратегии
1	Горизонтальная интеграция внутри энергетики (генерация)
2	Горизонтальная интеграция внутри энергетики (кроме генерации)
3	Горизонтальная диверсификация внутри генерации
4	Вертикальная интеграция "назад" внутри отрасли
5	Вертикальная интеграция "вперед" внутри отрасли
6	Несвязанная диверсификация внутри отрасли
7	Вертикальная интеграция "назад" вне отрасли (кроме финансов)
8	Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов)
9	Несвязанная диверсификация вне отрасли
10	Приобретение энергетическими компаниями финансовых организаций
11	Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний

Таблица Г.4 – Критерии отнесения сделок слияний и поглощений к стратегиям 7–11 (авт. [101])

Код стратегии	Наименование стратегии	Объект сделки (target)	Инициатор сделки (acquiror)
7	Вертикальная интеграция "назад" вне отрасли (кроме финансов)	Шестизначный код NAICS2017 принадлежит списку из таблицы Г.5	Двузначный код NAICS2017=22 (Utilities)
8	Вертикальная интеграция "вперед" вне отрасли (кроме финансов)	Двузначный код NAICS2017=22 (Utilities)	Шестизначный код NAICS2017 принадлежит списку из таблицы Г.5
9	Несвязанная диверсификация вне отрасли	Двузначный код NAICS2017=22 (Utilities)	Любой из кодов NAICS2017 при условии, что сделка не классифицирована как стратегии 1...8 или 10–11
		Любой из кодов NAICS2017 при условии, что сделка не классифицирована как стратегии 1...8 или 10–11	Двузначный код NAICS2017=22 (Utilities)
10	Приобретение энергетическими компаниями финансовых организаций	Двузначный код NAICS2017=52 (Finance and Insurance)	Двузначный код NAICS2017=22 (Utilities)
11	Приобретение финансовыми организациями энергетических компаний	Двузначный код NAICS2017=22 (Utilities)	Двузначный код NAICS2017=52 (Finance and Insurance)

Таблица Г.5 – Список отраслей для типологии стратегий в качестве вертикальной интеграции (авт. [101])

Код NAICS2017	Название отрасли (английский язык)	Название отрасли (русский язык)
211120	Crude Petroleum Extraction	Добыча сырой нефти
211130	Natural Gas Extraction	Добыча природного газа
212111	Bituminous Coal and Lignite Surface Mining	Добыча битуминозного угля и бурого угля
212112	Bituminous Coal Underground Mining	Подземная добыча битуминозного угля
212113	Anthracite Mining	Добыча антрацита
236210	Industrial Building Construction	Промышленное строительство
236220	Commercial and Institutional Building Construction	Строительство коммерческих зданий
237110	Water and Sewer Line and Related Structures Construction	Строительство водопроводных и канализационных сетей и сопутствующих сооружений
237120	Oil and Gas Pipeline and Related Structures Construction	Строительство нефтегазопроводов и сопутствующих сооружений
237130	Power and Communication Line and Related Structures Construction	Строительство линий электропередачи, связи и сопутствующих сооружений