

Оценка результативности сделок слияния и поглощения в инновационной сфере

Impact assessment of mergers and acquisitions in innovative sphere

doi 10.26310/2071-3010.2023.294.4.010



Е. А. Спиридонова,
к. э. н., доцент, эксперт,
отдел сопровождения проектов,
Санкт-Петербургский государственный
электротехнический университет «ЛЭТИ»
им. В. И. Ульянова (Ленина)а
✉ Espiridonova@yandex.ru

E. A. Spiridonova,
PhD, associate professor, expert, department
of projects' assistance, Saint-Petersburg
electrotechnical university ETU «LETI»



М. В. Горошникова,
магистр, специалист службы внутреннего
контроля, АО «Мэлон Фэшн Груп»
✉ Marigor98@yandex.ru

M. V. Goroshnikova,
master, Specialist of internal control service,
Melon Fashion Group

Сделки слияния и поглощения — эффективный инструмент развития инновационной компании, позволяющий оптимизировать ее деятельность сразу по нескольким направлениям. Целью исследования является систематизация показателей, характеризующих результативность сделок слияния и поглощения в контексте позиций компании на фондовом рынке, в рамках производственного и финансового аспектов, а также с точки зрения интеллектуального капитала. Менеджмент инновационного предприятия способен принимать решения по управлению четырьмя группами показателей и повышать эффективность сделки слияния и поглощения. Система рекомендаций по их оптимизации предлагается в статье.

Mergers and acquisitions deals are effective instrument of innovative company's development, that allows to optimize its activity within several directions simultaneously. The purpose of the study is systematization of the indicators of impact assessment of mergers and acquisitions from stock market, finance, production and intellectual capital perspectives. Management of innovative company is able to influence these indicators and to raise the effectiveness of M&A. The system of recommendation is regarded within the research.

Ключевые слова: слияния и поглощения, оценка эффективности, стратегическое планирование, инновационный менеджмент.

Keywords: mergers and acquisitions, assessment of effectiveness, strategic planning, innovation management.

Сделки слияния и поглощения как инструмент развития инновационной компании

Сделки слияния и поглощения (Mergers and Acquisitions — M&A) — один из основных инструментов реализации стратегий развития компаний, который используется предприятиями в различных отраслях. Инновационные компании также используют данный инструмент в своей корпоративной стратегии.

Целью исследования является систематизация показателей, характеризующих результативность сделок слияния и поглощения для предприятий инновационного сектора и предложение мероприятий по их оптимизации.

Опираясь на определения инновационного предприятия, представленные в нормативно-правовой базе, а также исследования ряда авторов [1-4], можно резюмировать, что основной отличительной особенностью инновационных компаний является потенциальное создание, внедрение и использование инновационных идей, технологий и процессов. При этом инновации могут относиться как к непосредственному улучшению товаров и услуг (продуктовая инновация), так и к методам и процессам производства и ведения деятельности (процессная инновация).

При определении сделок слияния и поглощения в зарубежной литературе эти термины часто являются взаимозаменяемыми, однако определенные особенности все же существуют. Так, А. Москович [5] в своем обзоре отмечает, что ключевое различие заключается в том, что при слиянии две равные по статусу компании принимают решение об объединении, при этом вместо

двух юридических лиц, создается одно новое. Поглощение же подразумевает под собой покупку бизнеса одной компании другой.

Примерно так же терминология определяется в работе Р. С. Фостера и А. Р. Лажу [6]. Однако, для ситуации, когда обе компании прекращают свое существование, образуя при этом новую организацию, авторы вводят понятие «корпоративная консолидация». Наконец, поглощение подразумевает под собой процесс передачи собственности (в виде акций или активов) от целевой компании (targeting company) к покупателю.

При осуществлении сделок по слиянию и поглощению в России требуется опираться на определения, закрепленные в законодательстве. Согласно ст. 52 ФЗ № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» [7], слиянием обществ признается создание нового предприятия с передачей ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ и прекращением последних, что совпадает с уже данными выше определениями понятия.

Термин «acquisition», который в большинстве случаев переводят на русский язык как «поглощение», выходит за рамки российских юридических дефиниций. Закон определяет присоединение общества как прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому юридическому лицу. Также в законе можно найти трактовку терминов «разделение», «выделение» и «преобразование» организаций. В то же время, отдельного термина «поглощение» в российском законодательстве не зафиксировано, однако наиболее близкое значение

имеет процесс приобретения более 30% акций общества, описанный в главе XI.1 Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» [8].

Резюмируя сказанное выше, можно сделать вывод, что понятия «слияние и поглощение», используемые в зарубежных исследованиях, нельзя приравнять к российским юридическим терминам, поэтому они применимы скорее к описанию экономического смысла сделок — т. е. возможного объединения бизнеса и установления корпоративного контроля одной компании над другой. Так как в данной работе делается акцент не на юридической форме осуществления сделок, а на конечном результате процесса, то в исследовании мы будем опираться на более общие трактовки и, соответственно, использовать данные понятия в качестве синонимов.

Если рассматривать инновационное предприятие как участника, реализующего сделку, то основные причины проведения слияния и поглощения довольно схожи с традиционно определяемыми мотивами.

Инновационное предприятие может заключать сделку M&A с целью усиления своих позиций на рынке — поглощение компании означает увеличение производственных мощностей и доступ к новым каналам сбыта. Также, если целевая компания была ориентирована на определенную категорию потребителей, то у предприятия, осуществляющего поглощения, тоже появится возможность охватить данный потребительский сегмент. Доступ к новым метаданным потребителей, в свою очередь, может оптимизировать маркетинговые исследования. Если целевая компания географически расположена в регионе, куда раньше у данного инновационного предприятия не было доступа, это позволит ему выйти на новые рынки. В случае, когда две фирмы являются конкурирующими, сделка слияния и поглощения является инструментом устранения конкуренции и, одновременно с этим, увеличения доли рынка реорганизованной компании.

Еще одним возможным мотивом является достижение синергетического эффекта, например, в ситуации, когда одна компания обладает определенной технологией производства, а другая организация, участвующая в сделке, имеет большой опыт и выстроенную систему маркетинга и продаж. Объединение этих двух компаний позволит, с одной стороны, производить и поставлять на рынок новую продукцию, а, с другой стороны, использовать эффективные маркетинговые технологии. К. А. Федунова в своем исследовании выделила пять категорий синергетического эффекта [9]:

- торговый синергизм, при котором компании объединяют свои каналы распределения и формируют общую стратегию продаж;
- операционный синергизм, при котором оптимизируется производство и сокращаются операционные расходы;
- инвестиционный синергизм, при котором компании совместно используют активы, как материальные (например, оборудование), так и нематериальные (например, технологии производства);

- управленческий синергизм, который заключается в обмене опытом и знаниями между управляющим звеном обеих фирм;
- налоговый синергизм, который позволяет уменьшить налоговую нагрузку на объединенное предприятие.

Выступая в качестве объекта сделки, инновационная компания может представлять интерес по различным причинам. Прежде всего, приобретая инновационную компанию, организация-покупатель получает доступ к технологиям. Так как эти технологии становятся уже внутренними разработками, их внедрение на производстве становится менее затратным, уменьшаются транзакционные издержки, которые бы фирме пришлось учесть до сделки. Транзакционные издержки являются существенным препятствием в инновационном развитии, если речь идет о технологиях вне пределов государства. В таких ситуациях транснациональная сделка по слиянию и поглощению способствует ускорению процесса передачи инновационных технологий.

Помимо этого, инновационное предприятие выступает источником интеллектуального капитала, который является одним из важнейших ресурсов в информационном обществе. Навыки и умения сотрудников инновационной компании, а также ее интеллектуальная собственность могут быть адаптированы под условия компании-покупателя, обмен опытом и лучшими практиками может улучшить показатели производительности работников и оптимизировать производство.

Наконец, инновационная деятельность часто является объектом налогового стимулирования, в связи с чем инновационные компании могут получать определенные налоговые льготы. Например, в пп. 16.1 п. 3 ст. 149 Налогового кодекса РФ сказано, что на территории РФ освобождаются от налогообложения выполнение организациями научно-исследовательских, опытно-конструкторских и технологических работ, относящихся к созданию новой продукции и технологий или к усовершенствованию производимой продукции и технологий» по определенным видам работ. Такие налоговые льготы могут быть важным фактором для компаний, несущих высокую нагрузку, поэтому чтобы снизить объем налоговых платежей, они могут рассматривать инновационные предприятия как объекты слияния или поглощения.

Таким образом, интеграция с другими предприятиями позволяет инновационной компании получить доступ к технологиям и навыкам целевой компании, что ведет к сокращению транзакционных издержек при внедрении инноваций на производстве. Объединение баз знаний и существующих технологий способствует оптимизации исследовательских программ, расширению взаимодействия между исследовательскими командами. Кроме того, при помощи транснациональных сделок предприятие может получить доступ к зарубежным разработкам или наоборот, вывести свои технологии на международный уровень. Увеличение активов предприятия, с одной стороны, может привести к увеличению размера части бюджета, отведен-

Инструменты реализации стратегии развития инновационного предприятия

Инструмент стратегии развития	Основные этапы	Ключевые риски	Влияние на операционные показатели	Влияние на инновационную деятельность
Экстенсивное наращивание мощностей	Определение плана расширения. Покупка и установка дополнительного оборудования. В случае крупного проекта: составление сметы, поиск подрядчика, строительство, ввод в эксплуатацию	Риск превышения предложения над спросом. Риск колебания спроса	Первоначальное увеличение затрат на оборудование и строительство. После начала производство увеличиваются затраты на сырье и выручка от выпуска, происходит увеличение прибыли, экономия от масштаба производства	Увеличение выпуска при использовании тех же технологий и процессов не влияет на инновационную деятельность компании
Интенсивное наращивание мощностей	Анализ производственных процессов. Обнаружение источника проблем. Оптимизация производства			Установка оборудования и изменения технологии производства – процессная инновация
Выход на новый рынок	Целеполагание. Стратегический анализ. Выбор стратегии. Реализация вывода продукта на новый рынок	Неопределенность особенностей рынка и предпочтений потребителей. Риск культурных различий. Политические риски. Валютные риски	Первоначальное увеличение затрат на исследование рынка. Увеличение затрат на перенос производства на новое место или, если производство остается там же, рост себестоимости продукции за счет увеличения транспортных расходов. Рост продаж и доходов при успешном освоении новых областей реализации продукции	Успешность проекта зависит от технологических конкурентных преимуществ продукции и инновационного маркетинга (в частности, совершенствовании методов сбыта и продвижения продукции)
Совершенствование продукции	Проведение исследования запросов потребителей, разработка новых характеристик продукции, прогноз реакции потребителей. Реорганизация цепочки производства. Реализация новой продукции	Технологические риски. Риск колебания спроса	Увеличение затрат на исследование запросов потребителей, разработку новых характеристик продукции и прогноза реакции потребителей, но новую продукцию. Рост продаж за счет оптимизации концепции продукта	Продуктовая инновация
Диверсификация продукции	Проведение анализа и определение особенностей производства новой продукции. Реорганизация или создание отдельного производства. Реализация продукции. Промежуточный мониторинг и корректировка	Распыление ресурсов. Риск потери контроля. Риск входных барьеров	Затраты на анализ и освоение особенностей нового производства, реорганизацию, создание отдельного производства, управленческие расходы, рост затрат на сырье. Увеличение выручки за счет роста выпуска	Производство новой продукции – продуктовая инновация. Внедрение новых технологий и методов производства
Интеграция с другими предприятиями	Стадия предварительного планирования. Стадия переходного периода. Стадия выравнивания различий. Стадия завершения интеграции	Риск неправильного выбора целевой компании. Риск завышения стоимости сделок. Риск выявления проблем при анализе компании. Инфраструктурные риски. Операционные риски	Затраты на поиск и анализ целевой компании, агентские издержки по заключению сделки, затраты на объединение предприятий. После успешного завершения происходит рост прибыли, уменьшение операционных издержек, снижение потребности в инвестициях при прежнем выпуске	Доступ к технологиям и интеллектуальному капиталу целевой компании. Увеличение инвестиций в НИОКР. Реорганизация процессов исследования

ной под НИОКР, а, с другой стороны, может привести к полной реорганизации процессов исследования.

Очевидно, что, как и любая стратегия развития бизнеса, сделки слияния и поглощения сопровождаются определенными рисками, которые могут возникнуть как на этапе осуществления сделки, например, неправильный выбор целевой компании, завышение цены сделки, так и после осуществления сделки – инфраструктурные риски (уход ключевого персонала из компании, уменьшение производительности труда, внутренние конфликты), ухудшение операционных показателей компании.

Помимо сделок слияния и поглощения А. А. Андреева выделяет следующие возможные инструменты

развития предприятия [10]: наращивание производственных мощностей и объема выпуска (что может быть осуществлено как экстенсивным, так и интенсивным путем), выход на новые территориальные рынки, совершенствование существующего продукта, диверсификация продукции. Сравнительный анализ данных инструментов приведен в табл. 1.

Таким образом, сделки слияния и поглощения, по сравнению с другими инструментами развития инновационной компании, с одной стороны, характеризуются более широким перечнем возможных рисков, но с другой стороны, имеют более стандартизированный алгоритм реализации. Точно также, как и другие инструменты, интеграция предприятий характеризуется

увеличением затрат на этапе реализации, но ожиданием оптимизации финансовых результатов при условии успешной реализации. С точки зрения инноваций, интеграция обеспечивает инновационное развитие не только через собственные разработки, но и через доступ к технологиям и знаниям целевой компании.

Обзор существующих методик оценки результативности сделок слияния и поглощения

В исследованиях, посвященных анализу результативности сделок слияния и поглощения и способам измерения изменений в деятельности компаний, используются несколько основных методов:

- метод событий,
- метод анализа финансовой отчетности,
- метод опроса менеджеров,
- метод анализа конкретных сделок.

Суть метода событий заключается в том, что определенный показатель, например, доходность акций компаний, которые участвуют в сделке, измеряется в момент объявления о сделке и сравнивается с тем же показателем в нормальных условиях, если бы о сделке не было бы объявлено. Основным индикатором, характеризующим изменение положение компании на

рынке, на который опираются исследователи сделок слияния и поглощения, является накопленная сверхдоходность акций компаний (Cumulative Abnormal Returns, CAR), т. е. разница между доходностью акции в момент объявления сделки и обычной средней доходностью акции за определенный период. Накопленную сверхдоходность акций считают за определенный промежуток, который включает в себя как время до объявления о сделке, так и время после. При этом одни исследователи рассматривают симметричные «окна события», то есть берут одинаковые временные интервалы с момента объявления о сделке. Другие же авторы, наоборот, отходят от принципа симметрии. Например, Н. Цакици, К. Хессель и К. Тендон, в своей работе используют интервал $(-10, +1)$ — десять дней до события и один день после [11].

А. Дас и Ш. Капил [12] отмечают, что основным недостатком данного подхода является то, что в методе используются краткосрочные измерители ситуации на рынке, которые не могут применяться для измерения долгосрочного эффекта сделки. Кроме того, если для публичных компаний использование информации об изменениях цены акции возможно, то для непубличных организаций данный метод не является применимым.

Таблица 2

Характеристика методов оценки результативности сделок слияния и поглощения

Метод	Ключевые показатели и применяемые инструменты	Преимущества	Недостатки
Метод событий	CAR (накопленная сверхдоходность) с симметричными/несимметричными временными границами	Простота применения. Использование внешних публичных данных. В основе метода лежит предпосылка об эффективности рынка, которая подразумевает, что в цене акции заложена не только прошлая, но и вся существующая на момент измерения информация	Может применяться только для публичных компаний. Не учитываются внутренние факторы, влияющие на эффективность проведения сделок (например, операционная интеграция). Различная длина «окон событий» могут привести к различиям в результатах
Метод анализа финансовой отчетности	EBITDA. Показатели рентабельности (ROA, ROE, ROS). Денежные потоки	Использование объективной количественной информации. Доступность данных финансовой отчетности	В финансовой отчетности учитывается только прошлая информация. Невозможность оценки за короткий промежуток времени из-за того, что финансовая отчетность составляется на конец определенного периода (квартал, полугодие, год). Возможны различия между стандартами составления отчетности между компаниями различных стран
Метод опроса менеджеров	Проведение интервью с руководством предприятий, финансовыми аналитиками, консультантами сделок. Транскрибирование интервью и контент-анализ результатов. Анкетирование на основе информации, полученной из интервью	Доступ к дополнительной внутренней информации, которая может иметь значение. Возможность оценки изменения качественных характеристик (организационной структуры, корпоративной культуры и т. д.)	Субъективность полученных данных. Малое количество участников интервью или опроса затрудняет обобщение выводов
Метод анализа конкретной сделки	Комбинированное использование методов анализа финансовой и рыночной информации, опросов руководства	Рассмотрение результатов сделок с различных сторон, использование внутренней и внешней информации. Комбинированная методология повышает объективность выводов	Низкая репрезентативность результатов, так как выводы делаются на основе одной конкретной ситуации проведения сделки. Сложность проведения исследования
Метод анализа изменения инновационной активности предприятия	Количество патентов, лицензий. Количество «цитирований» патентов. Затраты на НИОКР. Удельная доля затрат на НИОКР в объеме выручки. Количество работников, занимающихся исследованиями	Позволяет оценивать сделки, участниками которых являются инновационные предприятия. Полученные выводы могут свидетельствовать о перспективности предприятия в будущем	Фокус только на научно-технической деятельности предприятия. Малоизученный метод

Метод анализа финансовой отчетности, как это следует из названия, фокусируется на изменениях финансовых показателей, которые могут характеризовать операционную деятельность компании. В качестве показателя прибыли обычно используют прибыль до вычета процентов по кредитам, налогов и амортизации (ЕБИТДА), данный показатель, в отличие от чистой прибыли, исключает влияние методик ведения учета и способа финансирования сделки. На показатели доходности, в частности рентабельности продаж (ROS), доходности капитала (ROE) и доходности активов (ROA), ориентируются как отечественные авторы, например, С. Н. Вирабян [13], И. В. Дегтярева и С. И. Латыпова [14], так и зарубежные исследователи, например, Т. Йе и Й. Хошино [15], Д. С. Шарма и Дж. Хо [16] и другие. Также часть исследователей использует в качестве основного фактора изменения денежные потоки компании.

Н. А. Кошевский [17] отмечает, что основной особенностью данного метода является то, что краткосрочная информация не даст надежных результатов, так как для консолидации отчетности требуется более продолжительный период по сравнению с изменением стоимости акции. Помимо этого, сам эффект сделки тоже может быть отражен в отчетности лишь спустя некоторое время.

Метод опроса менеджеров использует анкетирование или проведение интервью для анализа того, были ли достигнуты запланированные до совершения сделки цели. Как правило, в опросе участвуют высшее звено руководства компаний, консультанты по сделке и финансовые аналитики. Основным преимуществом данного метода является простота анализа информации, так как руководителям задаются закрытые вопросы. Благодаря тому, что в опросе участвуют руководители различных компаний, обобщенная информация представляет собой результаты, наиболее приближенные к реальной ситуации. Но в то же время, мнение руководителей может быть субъективной оценкой совершенной сделки М&А.

В контексте метода анализа конкретных сделок исследователи фокусируются на определенном примере сделки по слиянию и поглощению и применяют методы анализа отчетности и метода событий в совокупности с проведением детального интервью с руководством компании. Данная комбинация инструментов исследования позволяет проработать вопрос со всех сторон и обнаружить информацию, которая могла быть недоступна при применении первых двух методов. Однако с другой стороны исследования конкретного примера не являются репрезентативными, а, следовательно, выводы не могут быть обобщены и применимы для других примеров сделок М&А.

С точки зрения методологии анализа эффективности сделки М&А, объектом или субъектом которой выступает инновационное предприятие, отдельно можно выделить метод анализа изменения уровня инновационной активности организации. Это может касаться, как абсолютных значений, например, количества новых патентов фирмы, так и относительных показателей, например, удельного веса затрат на НИОКР в объеме выручки.

Отметим, что использование данного метода не распространено, так как он фокусируется на достаточно узком аспекте деятельности организации.

В табл. 2 представлен сравнительный анализ рассмотренных методов оценки эффективности сделок слияния и поглощения.

Система показателей оценки результативности сделок слияния и поглощения в инновационной сфере

Сделка слияние и поглощение оказывает влияние на различные сферы деятельности компаний-участников. Такое существенное событие как проведение сделки М&А интересует не только руководство предприятий, заключающих соглашение, но и внешних стейкхолдеров, в том числе и инвесторов, поэтому очевидно, что для понимания изменений необходимо проанализировать показатели фондового рынка. Помимо этого, слияния и поглощения оказывают влияние на финансовые результаты субъектов сделки, так как покупка целевой компании является инвестицией в приобретение актива, при помощи которого покупатель планирует улучшить свое финансовое положение. Также, интеграция предприятий за счет получения доступа к новым ресурсам и технологиям может привести к изменениям в производственных процессах и операционной деятельности компаний.

Отдельно можно отметить то, что при слиянии или поглощении компании выходят на новые рынки, что напрямую влияет на показатели маркетинговой деятельности фирмы. Для высокотехнологичного предприятия основная ценность сделки часто заключается в ее инновационной составляющей — к примеру, в получении доступа к интеллектуальной собственности, квалифицированному персоналу и т. д. В этой связи важно анализировать изменения в интеллектуальном капитале компании после осуществления сделки М&А.

Таким образом, влияние сделок слияния и поглощения на деятельность инновационной компании можно оценить, используя индикаторы, объединенные по следующим направлениям:

- показатели фондового рынка,
- финансовые показатели,
- производственные показатели,
- показатели интеллектуального капитала.

Система показателей в контексте каждой выделенной группы представлена на рис. 1.

Показатели фондового рынка являются объектом анализа для различных заинтересованных лиц. Так, Ю. Н. Алешина [18] в своей работе отмечает сильную положительную корреляцию между показателем «прибыль на акцию» (Earnings per share — EPS) и уровнем вознаграждения руководителей в российских добывающих компаниях.

Разводнение прибыли на акцию, то есть уменьшение показателя EPS, может возникнуть из-за того, что финансовый результат целевой компании существенно меньше, чем у компании-покупателя, либо если приобретаемая компания является убыточной. Кроме того, для оплаты сделки в комбинации с денежными средствами могут использоваться дополнительно вы-

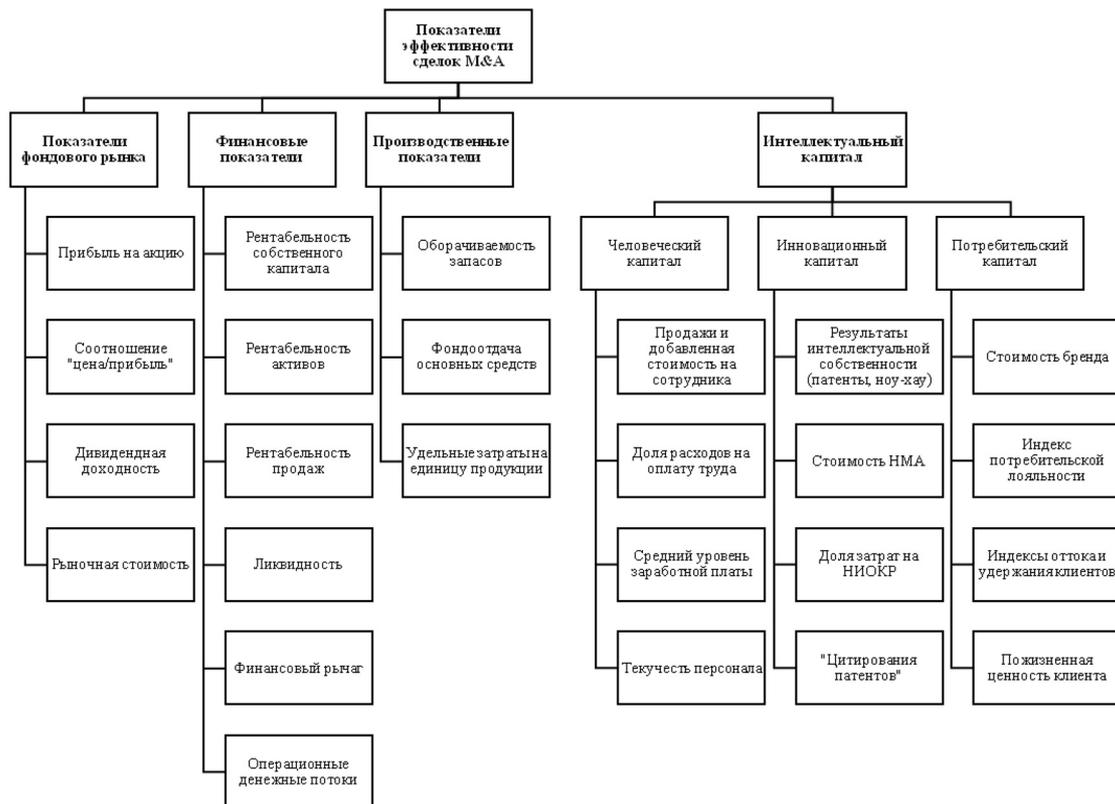


Рис. 1. Система показателей результативности сделок M&A в инновационной сфере

пущенные акции, что также является причиной разводнения ценных бумаг и снижения индикатора EPS.

Однако если сделка имеет стратегическую ценность, разводняющее приобретение может потенциально привести к увеличению прибыли на акцию в последующие годы. Другими словами, прибыль на акцию спустя определенное время после завершения сделки может иметь положительную динамику по мере роста доходов и оптимизации затрат. С другой стороны, если рынок ожидает, что для потенциального роста прибыли по завершению слияния или поглощения потребуется слишком много времени, инвесторы могут продать акции компании-покупателя.

Стремясь стимулировать рост прибыли на акцию, компании могут намеренно приобретать объекты сделок с низким коэффициентом «цена/прибыль» (Price/Earnings — P/E), чтобы обеспечить рост прибыли на акцию объединенного бизнеса. Фактически, повышение прибыли на акцию при отсутствии дополнительных влияющих факторов обратно пропорционально снижению индикатора P/E. Таким образом, приобретение меньшей по доходности и темпам роста прибыли целевой компании повлияет на рост прибыли на акцию объединенной компании, но вместе с тем приведет к снижению соотношения «цена/прибыль». Такая ситуация, с одной стороны, привлекательна для инвесторов, особенно для держателей акций предприятия-покупателя, так как увеличивается доступная к распределению прибыль, а значит и потенциальная выгода от приобретения акций компании. Помимо этого, снижение показателя P/E будет означать сокращение периода окупаемости акций. В то же время увеличение прибыли к распределению

невыгодно руководству фирмы, стремящемуся к реинвестициям полученных доходов. Обратная ситуация с ростом показателя P/E может наблюдаться в случае положительной реакции рынка на новости о проведении сделки. Положительные ожидания участников рынка относительно дальнейшего роста объединенного предприятия после слияния или поглощения приведет к росту цены акций, а значит и к росту рыночной капитализации. Увеличение данных показателей выгодно для менеджмента компании, который отвечает за успешность проведения сделки, однако слишком высокие сроки окупаемости вложений без уверенности в дальнейшем росте компании могут негативно повлиять на решения потенциальных инвесторов.

Объединение и реорганизация бизнеса в результате проведения сделки может стать причиной пересмотра стратегических и операционных задач компании, в том числе и политики по выплате дивидендов. Достижение синергетического эффекта, выражающегося в оптимизации затрат и росте доходов объединенного предприятия, при отсутствии изменений в планах по выплатам акционерам, может привести к увеличению размеров дивидендов. С другой стороны, сделка по слиянию и поглощению является существенной инвестицией, поэтому руководство компании может принять решения реинвестировать полученную прибыль в проекты по интеграции бизнеса.

Наконец, сделки M&A оказывают влияние на рыночную стоимость компаний-участников, при этом рост стоимости компании-покупателя может быть зафиксирован и на этапе подготовке к сделке. Л. Г. Паштова и М. С. Маймулов [19] объясняют это началом генерации дополнительных средств для покупки

компании, если компания не планирует покупку при помощи заемных средств. Непосредственно в процессе и после проведения сделки рыночная стоимость компании может измениться в зависимости от ожиданий акционеров, так как элементом показателя является рыночная капитализация.

К финансовым показателям, используемым при анализе эффективности сделок слияния и поглощения, в основном относят показатели рентабельности, ликвидности и финансовой устойчивости организации. При этом исследования, использующие показатели рентабельности, чаще отмечают снижение данных показателей в результате сделки, что свидетельствует об операционной неэффективности. Данная ситуация может быть связана с тем, что процессы интеграции бизнеса происходят в течение продолжительного времени, и момент полного завершения объединения может наступить позже времени составления первой после объединения отчетности.

Влияние сделки слияния и поглощения на показатели ликвидности во многом зависит от ликвидности компании, выступающей объектом покупки. В частности, исследование М. Масса и М. Сю [20] показывает, что увеличение ликвидности целевой компании на одно стандартное отклонение означает увеличение ликвидности компании-покупателя на 17%. Помимо этого, авторы исследования также делают вывод, что ликвидность целевой компании после сделки положительно коррелирует с выбором публичной компании в качестве покупателя.

Еще одной причиной изменения коэффициентов ликвидности является выбор метода платежа при проведении сделки. Слияние или поглощение может осуществляться через оплату денежными средствами, путем предложения акций или комбинированным методом. Как уже говорилось ранее, выпуск дополнительных акций может привести к разводнению прибыли на акции, поэтому данный способ оплаты не используется в качестве основного, предприятия отдадут предпочтение денежным средствам или комбинированной оплате. В случае, если предприятие планирует использовать деньги для платежей по сделке, при отсутствии свободных средств у покупателя, сделка может быть проведена при помощи механизма выкупа с использованием долгового финансирования (англ. Leveraged Buy-Out — LBO), при котором большая часть стоимости сделки оплачивается заемными средствами. Данный метод финансирования сделки хоть и упрощает приобретение целевой компании, но в то же время негативно отражается на показателях ликвидности, так как увеличивается доля обязательств предприятия-покупателя.

Привлечение заемного капитала для инвестиций в осуществление слияния или поглощения также может негативно сказаться на коэффициенте финансового рычага, который отражает соотношение заемного капитала к собственному. Сильная закредитованность предприятия повышает риски недоверия со стороны инвесторов, что в свою очередь, уже будет влиять на изменение рыночных показателей. В противовес данному факту стоит учитывать, что оптимальный уровень

долговой нагрузки компаний после проведения сделки возрастает, так как может отмечаться рост кредитоемкости объединенной компании в результате сокращения волатильности доходов, более низкого риска и снижения издержек финансовой неустойчивости.

Наконец, к показателям, характеризующим финансовый срез эффективность сделки по слиянию и поглощению, относятся индикаторы, основанные на операционных денежных потоках компании. Исследования, использующие данные индикаторы, чаще сообщают о его положительных изменениях по итогам сделок. Так, Н. Рани, С. С. Ядав, П. К. Джейн [21] используют отношение операционного денежного потока к выручке (OCF/Sales) для исследования 383 индийских сделок по слиянию и поглощению, при этом авторы отмечают статистически значимое увеличение операционных денежных потоков у предприятий.

Кроме рыночных и финансовых показателей итоги проведения сделки по слиянию и поглощению также будут влиять и на показатели производственной деятельности предприятия. Изменения могут выражаться, как и в наращивании объемов производства за счет приобретения дополнительных мощностей, имеющихся у объекта сделки, так и в оптимизация процессов через заимствование более совершенных технологий производства.

Одним из ключевых процессов, относящихся к производственной деятельности предприятия, является управление запасами. Для оценки его эффективности используется коэффициент оборачиваемости запасов. После проведения слияния или поглощения предприятия могут продолжить вести свою деятельность без дальнейшей интеграции процессов, в таком случае показатели оборачиваемости запасов будут зависеть от внутренних характеристик каждой компании. Вариант объединения процессов, в том числе и управления запасами, может повлиять на производственные показатели в большей степени. Так, например, по данным исследования Д. Чемез-Долган и Д. Таньери [22], которые изучали слияния фирм в отрасли с дальнейшей интеграцией процессов управления запасами, после успешного завершения сделки коэффициент оборачиваемости компаний-участников увеличивается по сравнению со среднеотраслевыми показателями. Также авторы отмечают, что улучшение оборачиваемости запасов происходит у фирм, у которых наблюдается отрицательная корреляция в изменении спроса — например, повышение спроса на продукцию компании-покупателя (в данном случае авторы использовали себестоимость произведенной продукции как переменную, отражающую спрос) совпадает по времени с уменьшением спроса на продукцию приобретенного предприятия.

Вторым показателем, отражающим изменения в производстве, является фондоотдача основных средств. Данный индикатор, в отличие от оборачиваемости запасов, характеризует эффективность использования оборудования и прочих производственных основных средств. Изменения показателя в результате слияния или поглощения может также зависеть от

того, были ли интегрированы производственные процессы компаний-участниц. Использование свободных мощностей для производства продукции обоих предприятий позволит увеличить интенсивность использования основных средств и, соответственно, улучшить фондоотдачу. В то же время следует учитывать степень стандартизации производства и риски того, что изменения в производственной цепочке негативно повлияют на текущий выпуск продукции.

Помимо этого, успешное проведение сделки, выражающееся в достижении операционной синергии, позволит предприятиям оптимизировать издержки на производство своей продукции. Сокращение производственных затрат может возникнуть вследствие роста используемых мощностей и экономии на масштабе, если производственные фонды объединенной компании будут способны обеспечить дополнительный выпуск продукции. Также реструктуризация компаний позволяет устранить дублирующие процессы, тем самым оптимизируя структуру издержек.

Для оценки влияния сделок слияния и поглощения на инновационную составляющую предприятия необходимо определить, какие индикаторы способны охарактеризовать данный аспект деятельности компании. Для этого можно воспользоваться показателями интеллектуального капитала, который принято трактовать как совокупность человеческого, инновационного и потребительского капитала.

Одной из проблем при измерении человеческого капитала является то, что навыки и компетенции сотрудников не отражаются в отчетности и бухгалтерском учете компании, соответственно возникают трудности с его денежной оценкой. В связи с этим, в качестве показателя, по динамике которого можно судить о результативности сделки слияния и поглощения в контексте повышения инновационной активности компании, можно использовать отношение выручки или созданной добавленной стоимости в расчете на одного сотрудника предприятия.

К количественным индикаторам эффективности использования человеческого капитала также можно отнести процентную долю затрат на оплату труда в общей сумме расходов компании, с отдельным рассмотрением затрат на повышение квалификации сотрудников.

При оценке влияния сделки M&A на инновационный капитал можно использовать долю стоимости нематериальных активов компании в общей валюте баланса. Инновационный капитал рассматривают также с точки зрения инвестиций, вложенных в исследования и разработки, для этого анализируют совокупные затраты на НИОКР, а также долю затрат на НИОКР в общей сумме расходов предприятия.

А. П. Де Ман и Г. Дайстерс [23] отмечают, что изменение по результатам разработок объективнее отражает результат сделки, чем вложения в НИОКР, потому что довольно часто в статьях игнорируется тот факт, что уменьшение инвестиций в НИОКР может быть связано не столько с сокращением бюджета, сколько с тем, что благодаря объединению технологий исследования могут проводиться с меньшими затратами.

С другой стороны, это может означать, что часть затрат, которая была оптимизирована, не реинвестируется в новые исследования.

Потребительский капитал представлен процедурами и процессами взаимодействия с клиентами и покупателями. Влияние сделки слияния и поглощения на данные процессы можно отслеживать через динамику стоимости бренда, индексов потребительской лояльности, оттока и удержания клиентов. Очевидно, что потребительский капитал компании оказывает непосредственное влияние на ее положение на рынке. Следовательно, эффект от сделки слияния и поглощения можно отслеживать на основе изменения доли рынка компании, конкурентоспособности ее продукции, объема оборота. Однако, данный шаг анализа выступит промежуточным звеном между показателями интеллектуального капитала (в части потребительского) и индикаторами финансового среза.

Управленческие мероприятия, направленные на повышение эффективности сделок слияния и поглощения в инновационной сфере

Очевидно, что менеджмент инновационного предприятия способен принимать решения в контексте управления четырьмя группами показателей, обозначенных в предыдущем разделе статьи. Ниже мы предлагаем систему рекомендаций, позволяющих усилить эффект от сделки слияния и поглощения.

1. *Использование эффекта оптимизации финансового рычага для планирования способа финансирования сделки слияния и поглощения.*

Инновационное предприятие может рассмотреть возможность финансирования сделки при помощи привлечения заемного капитала. Использование заемных средств как метода финансирования позволит избежать проблемы с разводнением прибыли на акцию, которая может возникнуть при использовании акций в качестве инструмента платежа. Оптимизация показателя EPS будет выгодна с точки зрения инвесторов, стремящихся увеличить свои потенциальные доходы от владения ценными бумагами предприятия.

Кроме того, можно использовать приобретение предприятия для дальнейшего расширения возможностей по кредитованию, а также использовать активы приобретенного предприятия для погашения имеющейся задолженности, что позволит снизить уровень закредитованности компании.

2. *Принятие решений в сфере управления персоналом для нивелирования риска необоснованного возрастания затрат на оплату труда после завершения сделки слияния и поглощения.*

У предприятий после завершения сделки слияния и поглощения часто увеличиваются расходы на оплату труда. Это может быть вызвано несколькими причинами. Во-первых, при объединении процессов могут возникнуть дублирующие функциональные подразделения, на оптимизацию которых потребуется дополнительное время, из-за этого временный переизбыток кадров приведет к увеличению издержек на заработную плату.

Во-вторых, для объединения ранее существовавших процессов иногда нужны дополнительные человеческие ресурсы, чья основная функция будет связана с созданием интегрированных систем, что также приведет к увеличению расходов на оплату труда.

В-третьих, стоит помнить о возможном риске ухода квалифицированных кадров в сфере менеджмента при проведении сделки. Увеличение материальных выплат является одним из стимулов удержания сотрудников внутри компании, но также увеличивает расходы на оплату труда.

В рамках предлагаемых управленческих мероприятий необходимо:

1. Определить, какие внутренние системы и процессы требуют реорганизации.

При планировании слияний и поглощений предприятиям необходимо проанализировать бизнес-модели компаний и выделить основные функциональные направления. Далее необходимо определить, какие ключевые характеристики данных направлений потребуются для бизнес-модели объединившейся компании и разработать план трансформации. В плане должны быть четко отражены планируемые временные рамки процессов реорганизации, исполнители, ответственные за проведение проекта, а также показатели, по которым будет отслеживаться результативность изменений. Кроме этого, следует принять во внимание наличие человеческих ресурсов для проведения трансформации — обладают ли имеющиеся сотрудники достаточными навыками и временем, чтобы осуществить изменения или необходимо привлечение дополнительных специалистов.

2. Определить, какие функции будут дублироваться у сотрудников объединившегося предприятия.

При планировании слияний и поглощений предприятию-покупателю и объекту сделки необходимо проанализировать организационную структуру обоих предприятий и определить совпадающие подразделения. Следует оценить эффективность действующих сотрудников данных отделов, при помощи ранее установленных КРП или организации дополнительных ассесмент-центров для последующего «ранжирования» сотрудников по их успешности. На основе проведенной оценки необходимо составить список сотрудников с низкими показателями результативности работы для их последующего сокращения. При этом руководству важно учесть и неформальную внутреннюю среду компаний: зависит ли результативность работы от коллектива, а не от конкретного работника, есть ли среди персонала «неформальные лидеры», обладающие влиянием, позволит ли схожесть корпоративных культур объединить сотрудников обеих компаний в единое подразделение. Основным итогом данного действия должно стать исключение дублирующих отделов и увольнение лишних сотрудников.

3. Определить, какие дополнительные вложения потребуются для поддержания внутренних процессов с момента завершения сделки до момента окончания структурной и процессной оптимизации.

Во-первых, для реализации плана по сокращению штата сотрудников, компании необходимо определить

политику компенсаций для сотрудников, которые будут уволены или понижены в должности. При наличии соглашения с профсоюзами от предприятий также может потребоваться дополнительное содействие в дальнейшем трудоустройстве сотрудников, попавших под сокращение. Во-вторых, при реорганизации подразделений, руководству следует обеспечить одинаковый уровень компетенций и навыков у сотрудников компаний, которые будут объединены в единый отдел, для этого может потребоваться дополнительное обучение работников. Наконец, для обеспечения единого видения стратегии объединения предприятия могут создавать отдельные временные функциональные подразделения, занимающиеся вопросами интеграции и состоящие из сотрудников обеих компаний, что также потребует дополнительных вложений.

4. Провести анализ степени критичности существующего менеджмента для развития компании, в том числе исследовать возможность оперативной замены ключевых сотрудников.

3. *Улучшение производственной деятельности через оптимизацию основных фондов.*

Для оптимизации производственных фондов следует предпринять следующие меры:

1. Проведение инвентаризации основных фондов объединенного предприятия и выявление непригодных для использования объектов основных средств.

В рамках проверки должны быть рассмотрены текущие технические характеристики используемых основных средств, а также выявлены изношенные объекты и основные средства, не введенные в эксплуатацию. Для изношенных и морально устаревших объектов должна быть оценена возможность их ремонта или модернизации и дальнейшего вовлечения в производственных процесс. Объекты, непригодные для ремонта, должны быть списаны с учета предприятия.

2. Внедрение единых стандартов по эксплуатации, техническому обслуживанию и ремонту производственных фондов.

Для того, чтобы обеспечить бесперебойную работу производства и своевременное выявление неполадок в работе основных средств, организации необходимо разработать единую систему и документацию по измерению технических характеристик производственных объектов, а также единые нормы по техническому обслуживанию объектов обоих предприятий.

3. Контроль за своевременным вводом в эксплуатацию новых и отремонтированных производственных фондов.

Для того, чтобы ускорить освоение новых производственных мощностей предприятию необходимо обеспечить своевременный ввод в эксплуатацию основных фондов, с учетом как новых объектов, так и объектов, бывших в ремонте или проходивших этап модернизации. Отсутствие простоев неиспользуемого оборудования позволит также снизить нагрузку на используемые объекты и сбалансировать показатели сменности оборудования, т.е. не допускать чрезмерного использования основных средств, ускоряющего степень их износа.

4. Управление нематериальными активами в контексте имущественного комплекса.

С точки зрения менеджмента, усилия в данном аспекте должны быть сконцентрированы на следующих направлениях:

1. Оценка коммерческого потенциала обновленного комплекса результатов интеллектуальной деятельности, то есть анализ того, как они могут применяться для разработки новых продуктов и процессов в рамках интегрированного предприятия.

Для реализации данного шага в первую очередь необходимо определить совокупность нематериальных активов, которыми обладают предприятия – участники сделки. При этом стоит учесть, как формально определенные НМА, которые отражаются в учете организации (изобретения, промышленные образцы, базы данных и т. д.), так и еще не законченные разработки. Далее необходимо определить критерии оценки исследований и разработок для последующего ранжирования имеющихся НМА по их характеристикам и ценности. Для этого может использоваться экспертная оценка руководства, приглашенных экспертов или самих сотрудников исследовательских подразделений. Помимо абсолютных характеристик каждого объекта, необходимо также оценить их соответствие будущей стратегии организации, риски копирования и замещения, прочие возможные ограничений. Таким образом, классификация и приоритезация нематериальных активов интегрированной компании позволит выявить наиболее ценные ресурсы и альтернативные способы использования НМА, не играющих ключевой роли в создании стоимости.

2. Оценка синергетического эффекта.

При проведении слияния или поглощения предприятий и их научно-технических потенциалов руководителю, ответственному за интеграцию необходимо оценить эффект от объединения комплексов НМА компаний. Синергия от объединения активов, сопутствующих исследованиям и разработкам, может выражаться как в положительных результатах, так и в потенциальных рисках. К положительным эффектам синергии можно отнести техническое перевооружение производств вследствие получения доступа к более передовым технологиям, сокращение затрат на НИОКР в связи с оптимизацией текущих исследований и сокращение длительности цикла разработок как результат объединения научно-технических баз компаний. Отрицательная синергия может возникнуть в результате неэффективной интеграции предприятий и с точки зрения объединения нематериальных активов может выражаться в их обесценении. Такое, к примеру, может возникнуть, если в период разработки новой продукции с использованием объединенного научно-технического потенциала компании продукция со схожими характеристиками будет реализована на рынке со стороны конкурирующего предприятия. Также, если планируемые объединенные исследования или внедрение приобретенных технологий в деятельность интегрированного предприятия не окажет запланированного экономического эффекта, то возникнет вопрос

в целесообразности использования имеющихся разработок в организации.

На основе описанных эффектов руководству необходимо будет проанализировать вероятность возникновения положительных и отрицательных последствий интеграции комплекса исследований и разработок и разработать сценарий объединения активов с учетом возможных рисков.

5. Планирование затрат на НИОКР.

При планировании потенциального уровня затрат на исследования и разработки необходимо классифицировать и изучить существующие НИОКР на предмет завершенности и ценности в рамках принятой стратегии организации. Для ключевых исследований, если они не до конца завершены, стоит определить временные рамки их окончания, а также оценить, какие из приобретенных технологий могут быть использованы для реализации текущих проектов. Если в процессе анализа НИОКР были выявлены незавершенные разработки, которые после окончания сделки не будут являться приоритетными для деятельности организации, стоит рассмотреть возможность их приостановки или завершения для того, чтобы направить инвестиции на потенциально более выгодные исследования. Для таких исследований, в свою очередь, следует составить подробный план с этапами реализации и затратами, необходимыми на каждом из этапов.

Для своевременного отслеживания эффективности научно-исследовательских подразделений, руководство должно на периодической основе проводить мониторинг производственного, исследовательского и технического потенциала компании. В ходе мониторинга необходимо осуществлять контроль над следующими показателями:

- соотношение запланированных затрат с фактическими издержками на проект;
- доля завершенных НИОКР с положительным итоговым результатом;
- соблюдение временных сроков проекта;
- эффективность использования человеческих ресурсов в рамках исследований (необходимость и достаточность численности проектной команды, соответствие опыта и компетенции сотрудников целям проекта);
- техническая оснащенность подразделений.

Таким образом, определение наиболее приоритетных исследовательских проектов, составление подробного плана их реализации и бюджета на их выполнение, а также своевременный мониторинг работы научно-исследовательских подразделений позволит эффективно управлять затратами на НИОКР и снизить риск возникновения незапланированных издержек.

6. Управление информационным эффектом.

Если целью компании является наращивание стоимости и улучшение позиций на фондовом рынке, использование слияния или поглощения позволит реализовать данную цель. Увеличение рыночной капитализации напрямую зависит от стоимости акций предприятия, а значит и от реакции рынка

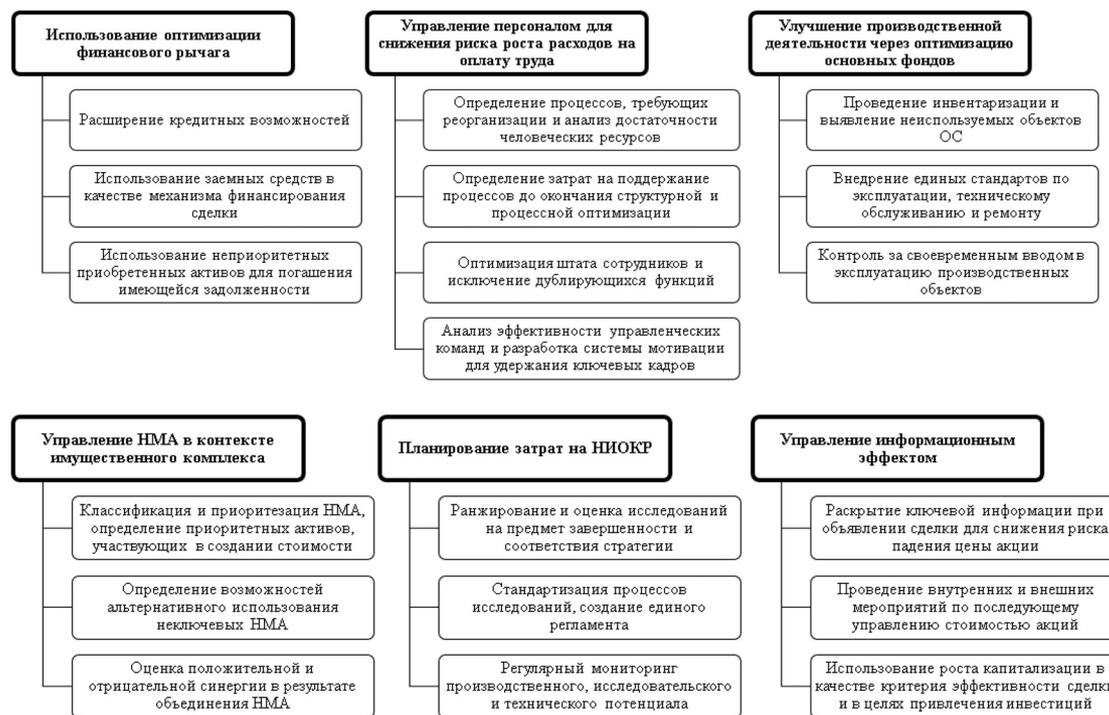


Рис. 2. Рекомендации по управлению сделкой слияния и поглощения для инновационных предприятий

на деятельность компании. Изменение стоимости акций на фоне новостей о слиянии и поглощении обусловлено влиянием информационного эффекта. В момент объявления сделки инвесторы анализируют возможные изменения в деятельности будущего объединенного предприятия и сопоставляют это с собственными потенциальными выгодами или потерями.

В этот момент для того, чтобы не допустить резкое снижение цены акций из-за негативных ожиданий инвесторов, участники сделки могут дополнить новость о последующем объединении конкретными целями и задачами, которые позволят достичь слияние или поглощение.

Прозрачность и доступность информации, а также грамотная подача ожидаемых положительных изменений в результате слияний и поглощений позволит сохранить доверие акционеров и избежать резкого падения рыночной капитализации. Однако управление информационным эффектом в момент объявления сделки имеет, как правило, краткосрочный характер. Для последующего управления стоимостью акций компания может применять различные внутренние и внешние методы.

К внутренним методам можно отнести мероприятия по повышению прозрачности бизнеса компании, в частности раскрытие ключевой информации в публикуемой отчетности, а также мероприятия по оптимизации финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Внешние методы управления включают в себя проведения различных PR-кампаний и мероприятий, направленных на улучшение имиджа компании и мероприятия, проводимые на фондовом рынке, таких как поддержка объемов торгов и использование услуг профессиональных участников рынка.

Рост капитализации, в свою очередь, может использоваться предприятиями в качестве критерия эффективности проведения сделки — публикуя годовые отчеты для собственников и инвесторов компания может акцентировать свое внимание на данном показателе, чтобы подчеркнуть не только внутренние изменения, но и положительную реакцию рынка на данные изменения. Помимо этого, увеличение капитализации может восприниматься инвесторами как признак дальнейшей стабильности доходности акций компаний, как правило доходности предприятий с высокой рыночной капитализацией менее волатильны по сравнению с предприятиями средней и малой рыночной капитализации.

Обобщение рекомендаций по управлению сделками слияния и поглощения как инструмента стратегии развития инновационного предприятия представлено на рис. 2.

Заключение

Подводя итоги, следует сказать, что инновационные предприятия могут рассматривать сделку по слиянию и поглощению как стратегию развития, если основной целью является увеличение стоимости предприятия и улучшение позиций компании на фондовом рынке, когда задачей выступает расширение исследовательских проектов и увеличение их финансирования, когда существует необходимость расширения кредитных лимитов для привлечения дополнительных заемных средств, а также если основные фонды предприятия требуют оптимизации.

В то же время компаниям стоит обратить внимание, что при объединении предприятий, как правило,

возрастают расходы на оплату труда. В краткосрочной перспективе инновационным предприятиям не стоит рассматривать сделку в качестве возможности улучшения показателей рентабельности и ликвидности, для управления данными факторами требуется более детальный анализ.

Реализация предлагаемых в исследовании мероприятий, нацеленных на комплексное управление всей системой индикаторов результативности сделок слияния и поглощения, позволит инновационной компании использовать данный вид сделок как эффективный инструмент развития.

Список использованных источников

- Oslo Manual Guidelines for Collecting, Reporting and Using Data on Innovation. 4th Edition. 2018.
- Федеральный закон № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике» от 23.08.1996 г. (в ред. от 24.07.2023).
- В. Л. Ключня, Ю. Фан. Инновационное предприятие: сущность, содержание и отличительные признаки//Вестник БДУ. Серия 3. 2011. № 1 (69). С. 67-71.
- E. Makeeva, I. Murashkina, I. Mikhaleva. The impact of R&D tax incentive programs on the performance of innovative companies. Foresight. 2019.
- A. Moskovicz. Mergers and Acquisitions: A Complete and Updated Overview//International Journal of Economics and Management Sciences. 2018. Vol. 7. № 4.
- Р. С. Фостер, А. Р. Лажу. Искусство слияний и поглощений. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
- Федеральный закон № 14-ФЗ от 08.02.1998 г. (ред. от 13.06.2023 г.) «Об обществах с ограниченной ответственностью».
- Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.1999 (ред. от 04.08.2023) «Об акционерных обществах».
- К. А. Федунова. Слияния и поглощения как инструмент инновационного развития//Государственное управление. Электронный вестник. 2016. № 59 (270). С. 267-282.
- А. А. Андреева. Виды и элементы стратегии развития предприятия//Вестник Волжского университета им. В. Н. Татищева. 2010. № 20. С. 186-192.
- N. Cakici, C. Hessel, K. Tandon. Foreign acquisitions in the United States and the effect on shareholder wealth//Journal of International Financial Management & Accounting. 1991. Vol. 3. № 1. P. 39-60.
- A. Das, S. Kapil. Explaining M&A performance: a review of empirical research//Journal of Strategy and Management. 2012. Vol. 5. № 3. P. 284-330.
- С. Н. Вирабян. Измерение эффективности сделок по слиянию и поглощению: особенности применения метода DEA//Стратегические решения и риск-менеджмент. 2017. № 4 (103). С. 58-64.
- И. В. Дегтярева, С. И. Латыпова. Оценка эффективности слияний и поглощений компаний//Экономический анализ: теория и практика. 2008. № 6. С. 151-160.
- T. Yeh, Y. Hoshino. Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers//Japan and the World Economy. 2002. Vol. 14. № 3. P. 347-366.
- D. S. Sharma, J. Ho. The impact of acquisitions on operating performance: Some Australian evidence//Journal of Business Finance & Accounting. 2002. Vol. 29. № 1-2. P. 155-200.
- Н. А. Кошевский. Изменение показателей операционной эффективности после сделки M&A//Herald of Polotsk State University. Series D, Economics and Law Sciences. 2020.
- Ю. Н. Алешина. Оценка соответствия вознаграждения высшего менеджмента и финансовых результатов компаний на основе комплексного индикатора//Государственное управление. Электронный вестник. 2020. № 83. С. 130-145.
- Л. Г. Паштова, М. С. Маймулов. Эффективность рынка M&A в России: проблемы и перспективы//Финансы: теория и практика. 2020. Т. 24. № 1. С. 76-86.
- M. Massa, M. Xu. The value of (stock) liquidity in the M&A market//Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2013. Vol. 48. № 5. P. 1463-1497.
- N. Rani, S. S. Yadav, P. K. Jain. Post-M&A operating performance of Indian acquiring firms: A Du Pont analysis//International Journal of Economics and Finance. 2013. Vol. 5. № 8. P. 65-73.
- N. Nagihan Çómez-Dolgan, B. Tanyeri. Inventory Performance with Pooling: Evidence from Mergers and Acquisitions?//International Journal of Production Economics. 2014.
- A. P. De Man, G. Duysters. Collaboration and innovation: a review of the effects of mergers, acquisitions and alliances on innovation//Technovation. 2005. Vol. 25. № 12. P. 1377-1387.

References

- Oslo Manual Guidelines for Collecting, Reporting and Using Data on Innovation. 4th Edition. 2018.
- Federal Law of Science and State scientific-technological policy № 127 from 23.08.1996 (text of 24.07.2023).
- V. L. Klunia, Yui Fan. Innovative Enterprise: essence, substance and specific features//Vestnik BDU. 2011. № 1 (69). P. 67-71.
- E. Makeeva, I. Murashkina, I. Mikhaleva. The impact of R&D tax incentive programs on the performance of innovative companies. Foresight. 2019.
- A. Moskovicz. Mergers and Acquisitions: A Complete and Updated Overview//International Journal of Economics and Management Sciences. 2018. Vol. 7. № 4.
- R. Foster, A. Lajoux. The Art of Verging and Acquisition. M.: Alpina Books, 2004.
- Federal Law of Limited Liability Companies № 14-ФЗ from 08.02.1998 (text of 13.06.2023).
- Federal Law of Joint Stock Companies № 208-ФЗ from 26.12.1999 (text of 04.08.2023).
- K. A. Fedunova. Mergers and Acquisition as the instrument of innovative development//Public Administration. Electronic Vestnik. 2016. № 59 (270). P. 267-282.
- A. A. Andreeva. Kinds and Elements of Strategy of Development of the Enterprise//Vestnik Volgskogo Universiteta im. V. N. Tatischeva. 2010. № 20. P. 186-192.
- N. Cakici, C. Hessel, K. Tandon. Foreign acquisitions in the United States and the effect on shareholder wealth//Journal of International Financial Management & Accounting. 1991. Vol. 3. № 1. P. 39-60.
- A. Das, S. Kapil. Explaining M&A performance: a review of empirical research//Journal of Strategy and Management. 2012. Vol. 5. № 3. P. 284-330.
- S. N. Virabian. Measuring the effectiveness of M&A deals: specificity of Implementation the DFA method//Strategic Decisions and Risk-Management. 2017. № 4 (103). P. 58-64.
- I. V. Degtarova, S. I. Lapytova. Assessment of effectiveness of Companies' Mergers and Acquisitions//Economic Analysis: Theory and Practice. 2008. № 6. P. 151-160.
- T. Yeh, Y. Hoshino. Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers//Japan and the World Economy. 2002. Vol. 14. № 3. P. 347-366.
- D. S. Sharma, J. Ho. The impact of acquisitions on operating performance: Some Australian evidence//Journal of Business Finance & Accounting. 2002. Vol. 29. № 1-2. P. 155-200.
- N. A. Koshevski. Measuring the Indicators of operational efficiency after M&A Deal//Herald of Polotsk State University. Series D, Economics and Law Sciences. 2020.
- U. N. Alioshina. Conformity Assessment of Management Reward and Company's Financial Result on the Base of Complex Indicator//Public Administration. Electronic Vestnik. 2020. № 83. P. 130-145.
- L. G. Pashtova, M. S. Maimulov. M&A Market Efficiency in Russia: Problems and Prospects//Finance Thory and Practice. 2020. Vol. 24. № 1. P. 76-86.
- M. Massa, M. Xu. The value of (stock) liquidity in the M&A market//Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2013. Vol. 48. № 5. P. 1463-1497.
- N. Rani, S. S. Yadav, P. K. Jain. Post-M&A operating performance of Indian acquiring firms: A Du Pont analysis//International Journal of Economics and Finance. 2013. Vol. 5. № 8. P. 65-73.
- N. Nagihan Çómez-Dolgan, B. Tanyeri. Inventory Performance with Pooling: Evidence from Mergers and Acquisitions?//International Journal of Production Economics. 2014.
- A. P. De Man, G. Duysters. Collaboration and innovation: a review of the effects of mergers, acquisitions and alliances on innovation//Technovation. 2005. Vol. 25. № 12. P. 1377-1387.