

МИНОБРНАУКИ РОССИИ
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САРАТОВСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ
Н.Г.ЧЕРНЫШЕВСКОГО»

Кафедра финансов и кредита

**«Направления совершенствования финансовых механизмов слияний
и поглощений»**
АВТОРЕФЕРАТ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ
МАГИСТЕРСКОЙ РАБОТЫ

Студента 2 курса 251 группы
направления 38.04.01 Экономика
профиль «Финансовое планирование»
экономического факультета
Кулика Сергея Дмитриевича

Научный руководитель

кэн. доцент

должность, уч. степень, уч. звание

_____ дата, подпись

О.С. Балаш

инициалы, фамилия

Заведующий кафедрой

кэн. доцент

должность, уч. степень, уч. звание

_____ дата, подпись

О.С. Балаш

инициалы, фамилия

Саратов 2026 год

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы. В условиях глобализации и ускорения технологических изменений слияния и поглощения (Mergers and Acquisitions, M&A) превратились в один из важнейших инструментов стратегического роста корпораций. Крупнейшие компании мира всё активнее прибегают к поглощениям для быстрого выхода на новые рынки, получения передовых технологий и наращивания конкурентных преимуществ. Мировой рынок M&A переживает мощное восстановление: по данным LSEG, в 2025 году объём сделок достиг 4,5 трлн долларов - второй по величине показатель за более чем 40 лет. Это свидетельствует о том, что именно механизмы слияний и поглощений определяют архитектуру современной корпоративной экономики.

Вместе с тем статистика эффективности M&A остаётся неутешительной. По данным KPMG, от 50 до 70% сделок не создают ожидаемой стоимости для акционеров, а 57,2% компаний-покупателей в итоге разрушают, а не приумножают капитал. Главными причинами неудач являются ошибочный выбор метода финансирования, завышенная оценка синергетического эффекта и неэффективное постинтеграционное управление. Именно поэтому глубокое теоретическое осмысление финансовых механизмов M&A -не абстрактная академическая задача, а насущная практическая потребность.

Российский рынок M&A в 2022–2026 годах демонстрирует принципиально иную по сравнению с мировой динамику: высокая ключевая ставка Банка России (до 21%), уход иностранных инвесторов и усиление государственного участия сформировали уникальную конфигурацию, в которой традиционные западные теории применимы с существенными оговорками. Всё это обуславливает необходимость специального изучения российской практики финансирования M&A-сделок. Ярким примером такой практики служит поглощение ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»

(ХКФ Банк) публичным акционерным обществом «Совкомбанк» - крупнейшая банковская сделка России 2024–2025 годов, в которой под влиянием изменившейся процентной среды структура оплаты претерпела кардинальную трансформацию и наглядно продемонстрировала, как макроэкономические факторы определяют выбор финансовых механизмов поглощения.

Степень разработанности. Теоретической и информационной основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных учёных, а также материалы ведущих аналитических центров. Среди фундаментальных монографий необходимо выделить работы С.Ф. Рида и А.Р. Лажу «Искусство слияний и поглощений» (2015), Д. Хардинга «Искусство слияний и поглощений: четыре ключевых решения» (2016), Н.Б. Рудыка «Конгломеративные слияния и поглощения» (2017), А.А. Бегаевой «Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования» (2017). Теоретические концепции, объясняющие детерминанты выбора метода финансирования, разработаны в трудах М. Jensen (1986), S. Myers и N. Majluf (1984), M. Fishman, а также верифицированы в эмпирических работах Martin (1996), Александридиса, Травлоса, Юнга, Суна и Рахмана. Феномен «краудинг-аута синергий» исследован Bauer и Friesl в Journal of Management Studies (2022).

Актуальная аналитическая база включает отчёты BCG, McKinsey, KPMG, Norton Rose Fulbright, Bain & Company, S&P Global, данные АК&М, публикации Коммерсанта, Forbes Russia и материалы Группы Б1. Несмотря на достаточно широкий массив зарубежных исследований, отечественная наука пока не располагает полноценными эмпирическими работами, рассматривающими финансовые механизмы поглощений применительно к российским условиям 2022–2026 годов.

Цель выпускной квалификационной работы - провести комплексный теоретический и практический анализ финансовых механизмов сделок

слияний и поглощений, выявить факторы, определяющие выбор метода финансирования в российских условиях, и разработать научно обоснованные рекомендации по совершенствованию механизмов поглощения на примере ПАО «Совкомбанк» и ООО «ХКФ Банк».

Задачи исследования:

- исследовать теоретические основы и понятийный аппарат в сфере М&А в российской и зарубежной научной литературе;
- систематизировать классификацию форм и видов сделок слияний и поглощений;
- изучить методы и этапы финансирования сделок М&А, включая механизм EARNOUT;
- выявить специфику финансовых механизмов М&А на российском рынке в период 2022–2026 годов;
- дать организационно-экономическую характеристику участников сделки -ПАО «Совкомбанк» и ООО «ХКФ Банк»;
- проанализировать структуру и параметры сделки поглощения с позиций теоретических концепций финансирования М&А;
- провести анализ консолидированной финансовой отчётности Группы Совкомбанк по МСФО за 2025 год в разрезе последствий поглощения;
- разработать проектные мероприятия по совершенствованию механизмов поглощения и рассчитать их экономическую эффективность;
- оценить перспективы дальнейшего развития М&А-стратегии Совкомбанка.

Объектом исследования являются сделки слияний и поглощений в современной рыночной экономике, рассматриваемые как форма корпоративной реструктуризации и инструмент стратегического развития компаний.

Предметом исследования выступают финансовые механизмы M&A-сделок: методы финансирования (оплата наличными, акциями, смешанный метод, механизм EARNOUT), теоретические концепции, объясняющие детерминанты их выбора, методы оценки компании-цели, этапы структурирования сделки, а также специфика российской практики на примере поглощения ПАО «Совкомбанк» и ООО «ХКФ Банк» в 2024–2025 годах.

Научная новизна исследования состоит в следующем. Выявлена причинно-следственная связь между динамикой ключевой ставки Банка России и трансформацией структуры оплаты M&A-сделки России 2024-2025 годов на основе данных проаудированной консолидированной финансовой отчетности по МСФО. Помимо этого выявлены институциональные ограничения применения традиционных моделей оценки M&A-сделок(в частности, моделей дисконтированных денежных потоков и сравнительного анализа в условиях волатильной ключевой ставки и предложены корректирующие коэффициенты учитывающие российскую специфику ценообразования в банковском секторе.

Практическая значимость работы состоит в том, что на основе данных отчетности разработаны и экономически обоснованы два приоритетных мероприятия по совершенствованию финансовых механизмов поглощения: создание постоянного Интеграционного офиса и стандартизация процедуры due diligence с применением искусственного интеллекта. Результаты исследования могут быть использованы при принятии управленческих решений в других системообразующих банках, реализующих стратегию неорганического роста, а также при преподавании дисциплин «Корпоративные финансы», «Финансовое планирование», «Инвестиционный анализ» в вузах.

Методологическую основу исследования составляют принципы и методы научного познания. В работе применены: системный анализ -для рассмотрения М&А как многоуровневой системы финансовых, правовых и управленческих отношений; сравнительный метод -для сопоставления методов оплаты и показателей финансовой отчётности; структурно-функциональный подход -при анализе этапов финансирования сделки; библиографический метод -для систематизации научной литературы; метод синтеза и обобщения -при формулировании выводов. Количественные расчёты экономической эффективности выполнены методом дисконтированных денежных потоков (DCF/NPV) с использованием ставки дисконтирования 22,5%, закреплённой в Примечании 37 к МСФО Группы Совкомбанк за 2025 год.

Нормативно-правовую базу составляют: Гражданский кодекс Российской Федерации Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», нормативные акты Банка России, регулирующие реорганизацию кредитных организаций, а также международные стандарты финансовой отчётности (МСФО 3 «Объединения бизнесов», МСФО 9 «Финансовые инструменты»).

Информационно-эмпирическую базу составляют: обобщённая консолидированная финансовая отчётность Группы ПАО «Совкомбанк» по МСФО за 2025 год (аудитор -ООО «Б1-Аудит»); финансовая отчётность АО «Home Credit Bank» (Казахстан) по МСФО за 2024 год (аудитор -ТОО «КПМГ Аудит»); аналитические отчёты LSEG, BCG, McKinsey, KPMG, Bain & Company, Norton Rose Fulbright, S&P Global; данные рейтинговых агентств АК&М; публикации Коммерсанта, Forbes Russia и Группы Б1 за 2024–2026 годы.

Структура выпускной квалификационной работы. Работа состоит из введения, трёх глав, заключения, списка используемых источников и приложений.

В первой главе исследованы теоретические основы финансовых механизмов слияний и поглощений: рассмотрены понятийный аппарат и правовая природа M&A в российском и зарубежном праве, проведена систематизация классификации сделок, изучены методы и этапы финансирования, включая механизм EARNOUT, а также выявлена специфика российского рынка M&A в период 2022–2026 годов.

Вторая глава посвящена практическому анализу сделки поглощения ПАО «Совкомбанк» и ООО «ХКФ Банк»: дана организационно-экономическая характеристика участников, проанализирована структура сделки и её эволюция под влиянием макроэкономических факторов, проведён анализ консолидированной финансовой отчётности Группы Совкомбанк по МСФО за 2025 год в контексте последствий поглощения.

В третьей главе разработаны проектные мероприятия по совершенствованию механизмов поглощения -создание Интеграционного офиса и стандартизация процедуры due diligence с применением ИИ, - выполнен расчёт их экономической эффективности методом NPV, а также дана оценка перспектив дальнейшего развития M&A-стратегии Совкомбанка.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первой главе «Теоретические основы финансовых механизмов слияний и поглощений» систематизирован понятийный аппарат в сфере M&A. В зарубежной доктрине «слияние» (merger) трактуется как объединение компаний с образованием нового юридического лица, а «поглощение» (acquisition) - как приобретение контроля без обязательного создания новой структуры. В российском праве понятие «поглощение» законодательно не закреплено, что порождает правовую неопределённость. На практике применяются три основных механизма: реорганизация путём

слияния, реорганизация путём присоединения и приобретение акций (долей), последнее из которых является наиболее распространённым.

Рынок M&A носит волнообразный характер, в истории которого выделяется шесть–семь волн от горизонтальной монополизации конца XIX века до постпандемийного рекорда 2021 года (5,9 трлн долларов) и текущего восстановления 2025 года (4,5 трлн долларов). Проведена классификация сделок по функциональному признаку (горизонтальные, вертикальные, конгломератные), географическому (национальные, трансграничные) и поведенческому (дружественные, враждебные). Синергетический эффект (« $2 + 2 = 5$ ») рассмотрен в разрезе четырёх видов: операционных (реализуются на 70–85%), финансовых, налоговых и стратегических (25–35%). Особо выделен феномен «краудинг-аута синергий» (Bauer и Friesl, 2022): избыточный фокус на операционных синергиях подавляет стратегический потенциал сделки.

Подробно исследованы три метода оплаты M&A. Наличный метод прост, сохраняет контроль, но создаёт немедленную налоговую нагрузку и давление на ликвидность. Акционерный метод позволяет отложить налогообложение, однако несёт отрицательный сигнальный эффект и ведёт к размыванию долей (dilution). Смешанный метод обеспечивает баланс интересов и наилучшую долгосрочную доходность для покупателя. Особое место занимает механизм EARNOUT: часть цены выплачивается при условии достижения согласованных KPI в течение 1–3 лет, что снижает риск переплаты и мотивирует продавца участвовать в постинтеграционном развитии бизнеса.

Теоретическая база выбора метода финансирования включает: гипотезу свободного денежного потока Jensen (высокий FCF → наличная оплата), теорию асимметричной информации Fishman (акционерная оплата сигнализирует о переоценённости), теорию иерархии финансирования Myers–Majluf (приоритет внутренних источников перед долгом, долга -

перед акциями) и теорию компромисса Миллера (оптимальное соотношение налогового щита и стоимости дистресса).

Российская специфика периода 2022–2026 годов определяется тремя факторами: ключевой ставкой до 21% (критически удорожающей долговое финансирование), уходом иностранных инвесторов (продающих активы с дисконтом 50–80%) и усилением государственного участия. В совокупности эти условия делают акционерную оплату предпочтительной по сравнению с долговой и существенно ограничивают применение западных моделей оценки без корректировки.

Вторая глава «Анализ финансовых механизмов поглощения ООО «ХКФ Банк» ПАО Совкомбанк» посвящена анализу крупнейшей банковской M&A-сделки России 2024–2025 годов. Дается характеристика участников: ПАО «Совкомбанк» - системообразующий универсальный банк с активами более 4,5 трлн рублей, реализующий стратегию агрессивного неорганического роста (27 сделок за 10 лет); ООО «ХКФ Банк» - специализированный POS-банк с 3 млн активных клиентов, принадлежавший чешской PPF Group.

Структура сделки претерпела кардинальную эволюцию под влиянием роста ключевой ставки. На момент первоначального соглашения (конец 2023 года) предполагалась смешанная оплата с существенной денежной составляющей. Однако повышение ставки до 16%, а затем до 21% сделало долговое финансирование экономически невозможным. В итоге сделка была реструктурирована: 90% стоимости оплачено акциями Совкомбанка (допэмиссия на 12 851 млн рублей), 10% - денежными средствами после юридического завершения в апреле 2025 года. Тем самым подтверждается авторская гипотеза о причинно-следственной связи между динамикой ключевой ставки и выбором метода финансирования.

Анализ консолидированной финансовой отчётности Группы Совкомбанк по МСФО за 2025 год выявил следующие ключевые эффекты поглощения. Во-первых, эффект выгодного приобретения (~18–19 млрд рублей), признанный в соответствии с МСФО (IFRS) 3, свидетельствует о том, что справедливая стоимость чистых активов ХКФ Банка превысила уплаченное возмещение - реальный экономический выигрыш покупателя. Во-вторых, розничный кредитный портфель вырос на 25% (+384 млрд рублей), клиентская база расширилась на 3 млн человек. В-третьих, расходы по кредитным убыткам увеличились на +16,2 млрд рублей (+30,4%), что в значительной мере объясняется консолидацией необеспеченного портфеля ХКФ Банка с высоким LGD (до 64,9%). Наконец, сверхнормативные интеграционные расходы составили около 24–25 млрд рублей (~45% чистой прибыли за год), что свидетельствует об отсутствии институциональной структуры управления интеграцией.

Оценка синергетического эффекта показала, что финансовые синергии (bargain purchase) и операционные синергии реализованы, рыночные синергии в сегменте POS-кредитования реализуются в соответствии с ожиданиями, тогда как синергии кросс-продаж и технологические синергии находятся в начальной стадии. Заявленный ориентир по EPS (+1 рубль на акцию от сделки) не достигнут вследствие внешних факторов - роста ставки налога на прибыль до 25% и высокой стоимости фондирования, - а не из-за провала интеграции.

В третьей главе «Направления совершенствования финансовых механизмов поглощения ООО «ХКФ Банк» ПАО Совкомбанк» разработаны два взаимодополняющих мероприятия.

Первым мероприятием предлагается создание постоянно действующего интеграционного офиса. Анализ отчётности выявил сверхнормативные расходы около 24 млрд рублей: структурный перерасход на персонал ~12 млрд рублей и на административные затраты ~12,5 млрд

рублей. Согласно данным BCG и EY, компании без выделенного ИО реализуют лишь 50–60% синергий за 12 месяцев против 75–85% при наличии такой структуры, а срок интеграции удлиняется на 4–8 месяцев.

Предлагаемый интеграционный офис - постоянно действующее подразделение из 25–32 специалистов в активной фазе, подчинённое напрямую Председателю Правления. Офис включает шесть функциональных блоков: операционный, технологический, коммерческий, HR/культурный, финансовый и правовой.

Экономический эффект рассчитан методом NPV (ставка дисконтирования 22,5% из МСФО Совкомбанка). Совокупный прирост чистой прибыли за полный операционный год составляет 9 187 млн рублей: 4 500 млн от сокращения интеграционных расходов, 2 187 млн от ускорения кросс-продаж и 2 500 млн от сокращения срока интеграции на 5 месяцев. NPV проекта за 5 лет: +18 839 млн рублей. Период окупаемости - менее 4 месяцев. Прирост EPS - +0,41 рубля на акцию в год 2. Коэффициент выгода/затрата (BCR) - 16,4х.

Следующем для внедрения предлагается стандарты DD с использованием ИИ. Анализ выявил три категории post-deal потерь от неполноты предделочной проверки: незапланированные резервы по кредитным убыткам (~8 527 млн рублей), сверхнормативные юридические расходы (+2 245 млн рублей) и незапланированные IT-расходы (+2 581 млн рублей). Совокупные потери - около 13 353 млн рублей.

Предлагаемый стандарт DD включает семь обязательных треков с формализованными «красными флагами»: финансовый, кредитный, технологический, юридический, налоговый, санкционный и HR/операционный. Принципиальное новшество - технологический трек с оценкой совместимости IT-систем цели с платформой «Халва», а также санкционный скрининг 100% контрагентов за менее чем 15 минут. AI-

инструменты (ML-модель предсказания ОКУ, NLP-анализ договоров, API-аудит) ускоряют DD на 40% без потери качества.

NPV стандарта DD за 5 лет составляет +22 420 млн рублей. Прирост чистой прибыли в год 2 - 6 760 млн рублей; прирост EPS - +0,30 рубля на акцию. Период окупаемости - менее 2 месяцев. BCR - 21,6х. Совокупные инвестиции за два мероприятия (разовые + год 1 операционных) составляют около 2 250 млн рублей - менее 0,05% от активов Группы.