

*На правах рукописи*

**Горелая Наталья Васильевна**

**СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КАК ФОРМЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ  
КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук

**Москва - 2007**

Диссертация выполнена в Государственном университете - Высшей школе экономики

Научный руководитель; доктор экономических наук, профессор  
Усоскин Валентин Маркович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
Ларионова Ирина Владимировна  
кандидат экономических наук Пашковская Ирина Владимировна

Ведущая организация: Академия народного хозяйства при Правительстве РФ

Защита состоится «22» марта 2007 года в 14 часов 00 мин. на заседании диссертационного совета Д 212.048.02 в Государственном университете - Высшей школе экономики по адресу: 101990, Москва, ул. Мясницкая, д.20, ауд.311.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета - Высшей школы экономики.

Автореферат разослан «20» февраля 2007 г. Ученый секретарь диссертационного совета,  
д.э.н., Смирнов С.Н.

## Общая характеристика работы

**Актуальность исследования.** Банковская система России в настоящее время находится на этапе устойчивого развития<sup>1</sup>. Вместе с тем, несмотря на достигнутую стабильность, банковский сектор РФ пока не играет той активной роли в экономическом развитии, которая характерна для банков стран с развитой рыночной экономикой. Сохраняется целый ряд нерешенных проблем: высокие риски кредитования, недостаточная капитализация банков, нехватка долгосрочных денежных ресурсов, что в значительной мере сдерживает развитие инвестиций в реальный сектор российской экономики.

Одна из ключевых задач повышения устойчивости банковского сектора РФ заключается в *повышении капитализации банков, улучшении качества капитальной базы и обеспечении достаточного уровня покрытия капиталом принимаемых банками рисков*. В целях повышения требований к уровню капитализации банков с 2005 года действует норматив достаточности капитала, установленный на уровне 10%. С 2007 года установлен минимальный размер капитала банка на уровне рублевого эквивалента 5 млн. евро, который будет обязателен для вновь создаваемых кредитных организаций всех видов (банки, небанковские кредитные организации). Невыполнение указанных требований будет рассматриваться Банком России как основание для обязательного отзыва лицензии на совершение банковских операций.

С введением требований по уровню достаточности и минимальному размеру собственных средств сотни российских банков столкнутся с проблемой недостаточной капитализации. Уже сегодня многие малые и средние банки, особенно в регионах, испытывают нехватку собственных средств для обеспечения бесперебойной деятельности.

Потребность в притоке капитала в банковский сектор РФ в немалой степени связана и с тем, что в последние годы существенно усиливается розничное направление в деятельности банков, что чревато *увеличением операционных издержек и административно-хозяйственных расходов*. Расширение сферы розничных банковских услуг ведет к необходимости создавать филиалы и дополнительные офисы, развивать сети банкоматов и расчетных терминалов в торговых точках, внедрять новые технологии и использовать сложные информационные системы в банковском деле (интернет-банкинг и пр.).

Соответственно растет штат кредитных инспекторов, операционистов, программистов и других банковских специалистов. Все это приводит, особенно на начальных этапах, к значительному росту затрат.

Одним из путей решения вопросов недостаточной капитализации и других проблем, ограничивающих возможности развития рынка банковских услуг, является набирающий силу процесс консолидации российского банковского бизнеса с использованием процедуры слияний, поглощений и формированием на этой основе банковских холдингов. Так, в мировой банковской практике слияния и поглощения широко используются как метод отбора наиболее эффективных и приспособленных к конкурентным условиям кредитных учреждений.

Многие крупные национальные и международные банки возникли в результате многочисленных слияний и поглощений с конкурирующими учреждениями.

---

<sup>1</sup>Активы банковской системы России возросли с 5 трлн. 600,7 млрд. рублей на 01.01.2004 г. до 12 трлн. 407, 6 млрд. рублей на 01.10.06 г. Собственный капитал российских банков увеличился с 814,9 млрд.рублей на 01.01.2004 г. до 1 трлн. 241,8 млрд. рублей на 01.10.2006 г. За девять месяцев 2006 года кредитными организациями получено 274 млрд. 644,2 млн. рублей прибыли. Суммарный объем кредитов, предоставленных нефинансовым организациям в рублях и иностранной валюте с начала года увеличился на 22,7% и достиг уровня 5245, 1 млрд. руб. Рентабельность капитала банков составила 24,2 % годовых, (данные «Обзора банковского сектора РФ» (интернет-версия) - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

В настоящее время банковский сектор РФ стоит перед необходимостью масштабных процессов консолидации и укрупнения действующих банков. Недостаточная проработанность в теоретическом и методическом плане процедуры банковских слияний и поглощений, а также необходимость глубокого и всестороннего анализа условий их эффективности, определяют актуальность темы настоящей диссертационной работы, ее цели, задачи и предмет исследования.

### **Цель и задачи исследования**

Целью исследования является разработка практических подходов и алгоритмов для оценки целесообразности участия банков в сделках слияния и поглощения, а также изучение влияния результатов этих сделок на показатели эффективности функционирования банка после объединения.

Цель исследования обуславливает постановку и решение следующих задач:

1. Классификация и анализ финансовых и нефинансовых проблем, связанных с процессами централизации банковского капитала и реорганизации банков в форме слияния и поглощения.
2. Сравнительный анализ подходов к оценке стоимости банков, участвующих в слиянии или поглощении, и выявление наиболее приемлемой методики оценки банковского бизнеса в российских условиях.
3. Выявление зависимости показателя доходности банковских акций после объединения от изменения параметров конкретных сделок по слиянию и поглощению банков:
  - размера выплачиваемых премий (надбавок) за слияние;
  - наличия и величины эффекта синергии;
  - темпов роста банков-участников объединения;
  - относительной величины чистого дохода банков-участников объединения.
4. Апробация системы оценки эффективности банковских слияний и поглощений с целью определения практической значимости и возможности применения ее в современных российских условиях.
5. Разработка и научное обоснование практических рекомендаций по проведению сделок слияния и поглощения с участием отечественных и иностранных банков.

**Объектом исследования** являются процессы слияний и поглощений банков. Предметом исследования являются финансовые и методологические аспекты процесса принятия решений о реорганизации банков в форме слияний и поглощений.

**Теоретической и методологической основой** диссертационной работы послужили исследования отечественных и зарубежных ученых по проблемам концентрации и централизации банковского капитала, стоимости банковской компании, оценки эффективности результатов слияний и поглощений.

В работе над диссертацией автор опирался на труды таких российских экономистов, как А.В. Аникин, Н.И. Берзон, А.Г. Грязнова, О.И. Лаврушин, И.В. Ларионова, М.Ю. Матовников, А.М. Тавасиев, Г.А. Тосунян, В.М. Усоскин, М.А. Федотова. Из числа зарубежных авторов по вопросам концентрации и централизации банковского капитала, а также по проблемам слияний и поглощений в банковском секторе были изучены работы Д. Альхадеффа, Я. Амихуда, А. Бергера, М. Бредли, Ф. Вестона, М. Дженсена, Т. Коха, С. МакДоналда, С. Пилоффа, С. Рида, С. Роудса, Р. Ролла, П. Роуза, А. Сантомеро, Дж. Синки, Д. Хемфри. Теоретическую основу в области разработки методики оценки стоимости банка составили работы У.Ф. Шарпа, Г.Дж. Александра, Дж.В. Бейли, Ю. Бригхем, Л. Гапенски, Т.

Коупленда, Т. Коллера, Д. Муррина.

При решении поставленных в диссертационной работе задач применены методы математического моделирования и сценарного анализа экономических процессов, а также системный метод и метод исторических аналогий, позволяющие рассмотреть изучаемые процессы в динамике. Кроме того, в качестве инструментов исследования использованы графический и табличный **методы исследования**.

**Информационную базу исследования** составили законодательные и нормативные акты, касающиеся порядка и особенностей реорганизации коммерческих банков, статистические данные Министерства финансов РФ и Банка России, международная статистика банковских слияний, материалы банковских конференции, проводимых под эгидой Ассоциации российских банков и Ассоциации региональных банков «Россия», а также материалы исследований, публикуемых в научных сборниках и периодической печати.

В ходе исследования были использованы материалы финансовой отчетности российских коммерческих банков, на основании которых проверялась методика оценки стоимости банков-участников слияния и осуществлен сценарный анализ эффектов, возникающих в процессе консолидации банков.

### **Научная новизна исследования**

В результате проведенного исследования были получены следующие результаты, характеризующие научную новизну и значимость диссертационной работы:

1. Выявлены границы применимости основных методов оценки стоимости банков, участвующих в слиянии или поглощении с учетом реальных условий функционирования российских банков.
2. Выявлены закономерности динамики показателя доходности банковских акций после объединения от изменения конкретных параметров сделки слияния или поглощения.
3. Разработана поэтапная расчетно-демонстрационная модель, позволяющая анализировать различные сценарии слияний и поглощений и оценивать краткосрочные и долгосрочные последствия объединения банков в зависимости от ряда финансовых и нефинансовых факторов (эффект синергии, величина премии за слияние, темпы роста банков-участников объединения, относительный размер чистого дохода банков-участников объединения).
4. На основе изучения наиболее характерных причин неудач банковских объединений, разработаны и научно обоснованы условия, позволяющие обеспечить наибольший положительный эффект объединения банковских учреждений с учетом российской специфики.

**Практическая значимость.** Основные положения и выводы, полученные в ходе диссертационного исследования, могут быть использованы для повышения эффективности сделок слияний и поглощений в российском банковском секторе. В частности, приведенный анализ альтернативных вариантов оценки стоимости банковской фирмы и влияния различных факторов на доходность банков-участников слияния или поглощения, позволили сформулировать конкретные рекомендации для практического использования. Результаты диссертационного исследования также могут быть использованы в образовательном процессе при подготовке специалистов финансового профиля. Апробация результатов исследования

Основные положения диссертационной работы докладывались и неоднократно обсуждались на заседаниях рабочей группы Акционерного коммерческого банка «Собинбанк», и впоследствии были использованы в разработанной с участием автора программе стратегии развития этого

банка на среднесрочную перспективу. Материалы исследования используются в процессе преподавания дисциплины «Слияния и поглощения в банковском секторе» для специальности «Финансы и кредит» подготовки специалистов в Государственном университете - Высшей школе экономики. Теоретические и методологические разработки диссертации по оценке стоимости банка - участника сделки слияния и поглощения применяются в учебном процессе при преподавании дисциплин «Банковское дело» и «Взаимодействие банка и предприятия» для подготовки бакалавров и специалистов в ГУ-ВШЭ.

## **Публикации**

Основные положения диссертационного исследования изложены в 5 научных публикациях объемом 4,5 п.л.

## **Содержание работы**

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, 2 приложений и имеет следующую структуру:

### **Введение**

Глава 1. Слияния и поглощения в банковском деле (теоретические аспекты и [исторический опыт])

1.1. Типология банковских слияний и поглощений

1.2. Теории и эмпирические исследования мотивов банковских слияний и поглощений

1.3. Мировая практика слияний и поглощений в банковском секторе

1.4. Банковские слияния и поглощения в России: анализ тенденций

Глава 2. Техника банковских слияний и поглощений

2.1. Основные этапы сделок по слиянию и поглощению банков

2.2. Анализ финансовых выгод и причин неудач банковских слияний и поглощений: мировая практика

2.3. Проблемы, возникающие в процессе банковских слияний и поглощений в российских условиях и пути их преодоления

Глава 3. Методологические подходы к оценке стоимости банка и результативности банковских слияний и поглощений

3.1. Особенности оценки стоимости банка - участника сделки слияния и поглощения

3.2. Оценка эффективности банковских слияний и поглощений

Заключение

Список использованной литературы Приложения

**Во введении** обоснована актуальность выбранной темы, сформулированы цель и задачи исследования, определены объект и предмет исследования, а также изложены элементы научной новизны и практической значимости полученных результатов.

**В первой главе** речь идет о типологии и классификации слияний и поглощений как форм реорганизации банков, а также об основных причинах и мотивах банковских слияний и поглощений. Кроме того, в первой главе освещен мировой и отечественный опыт по проведению сделок и современные тенденции развития рынков банковских слияний и поглощений на примере США, Европейского союза и России.

В мировой экономической литературе существует ряд теорий, имеющих целью объяснить причины и мотивировку банковских слияний и поглощений. Наибольшее распространение получила *теория повышения добавленной экономической стоимости компании*, или *теория синергии (Theory of Synergy)*.

Впервые, как сформировавшаяся теория, она была сформулирована в работе Бредли, Десаи и Ким в 1983 году<sup>2</sup>. Суть теории синергии применительно к банковскому сектору состоит в том, что банки А и В пойдут на слияние только в том случае, если банк С, образовавшийся в результате их слияния, увеличит чистое благосостояние акционеров, то есть вырастет чистая прибыль банка и увеличится стоимость его акций.

Согласно теории синергии банк, образовавшийся в результате слияния или поглощения, может использовать широкий спектр преимуществ, которые возникают вследствие объединения ресурсов сливающихся банков, а именно -стремится добиться экономии на масштабах, снижения административных, маркетинговых и прочих затрат за счет централизации функций, расширения продуктового ряда, увеличение доли рынка, географической диверсификации своего бизнеса, повышения эффективности управления и прочих выгод.

Еще одной теорией, выдвигаемой для объяснения мотивации банков при слиянии, является *Теория гордыни (Hubris Theory)*, которая была предложена в 1986 году Ричардом Роллом<sup>3</sup>.

Используя данные и выводы, содержащиеся более чем в сорока работах, Ролл пришел к выводу, что слияния и поглощения *не порождают эффекта синергии*, а если он и присутствует, то влияние этого эффекта, как правило, оказывается переоцененным.

Предположение об отсутствии синергетического эффекта в процессе слияний позволило Роллу выдвинуть теорию о том, что слияние - это результат индивидуального решения менеджмента банка-покупателя, который считает, что именно его оценка стоимости банка-цели верна, а рыночная оценка стоимости не полностью отражает потенциал его развития. Иначе говоря, решение о слиянии может быть вызвано лишь иррациональной гордыней менеджеров банка-покупателя по поводу того, что только они могут полностью определить и распознать несуществующую синергию.

Еще одна теория мотивации слияний и поглощений - *Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств (Agency Theory of Free Cash Flow)*, была сформулирована в 1986 году Майклом Дженсенем<sup>4</sup>.

В рамках данной теории менеджеры являются агентами акционеров, а подобные агентские взаимоотношения всегда чреваты конфликтом интересов. Источник конфликтных ситуаций - это выплата денежных средств акционерам, что является одной из ключевых проблем, которая долгое время недооценивалась практикующими экономистами и учеными. Так, менеджеры могут уже не действовать наилучшим образом в интересах своих акционеров. Их основным побудительным мотивом являются собственные интересы, которые совсем не обязательно должны совпадать с интересами акционеров. В результате конфликта интересов возникают агентские издержки в виде злоупотреблений менеджеров и использования корпоративного имущества в личных целях (неоправданные командировки, завышенные представительские расходы и др.).

<sup>2</sup> См. Bradley, M., A. Desai, E.H. Kim, The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? // *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, №2, 1983 - p. 195

<sup>3</sup> Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *Journal of Business*, Vol. 59, № 2, April 1986 - p. 197-216.

<sup>4</sup> Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. // *American Economic Review*, Vol. 76, № 2, May 1986;

Jensen, M.C., W. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, October 1976

Рассмотренные концепции являются самыми распространенными теориями, объясняющими качественную и количественную стороны мотиваций при осуществлении банковских слияний и поглощений. Вопрос о том, какая из существующих теорий наиболее точно отражает реальные мотивы банков, планирующих слияние или поглощение, служит предметом научной полемики.

Первые исследования по выявлению эффекта синергии были основаны на простом сравнении финансовых показателей банков, участвующих в процессе слияния. Среди таких исследований можно выделить работы Акавейна, Бергера и Хемфри, ДеЯнга, Хантера и Тимм, Чемберлен, Роудс, Линдер и Крейна, Спиндта и Терхэма, Пилоффа и Сантомеро.

Целью ряда эмпирических исследований американских ученых было выявление изменений эффективности банка после слияния. Так, Акавейн, Бергер и Хемфри<sup>5</sup> изучали выгоды слияния через измерение эффективности поглощающих

и поглощаемых банков до и после сделки. Они исследовали американские банковские холдинги с активами не менее 1 млрд. долл., образованные в результате слияний с 1980 по 1989 годы. Основными показателями эффективности банков служили традиционные коэффициенты *ROA (Return on Assets)* и *ROE (Return on Equity)*. Ученые пришли к выводу, что доходность банков, участвующих в слияниях, значительно увеличилась.

Анализ эффективности банковских слияний, когда уровень доходности одного из участников сделки превышает аналогичный показатель другого, рассматривается в работе Бергера, Хантера и Тимм, которая была опубликована в 1993 году<sup>6</sup>. Изучая банковские слияния и поглощения, произошедшие в США за время с 1980 по 1989 год, авторы пришли к выводу о существовании положительного эффекта синергии при слияниях банков с разным уровнем доходности.

С другой стороны, целый ряд ученых, исследующих воздействие слияний и поглощений на банковскую доходность, пришли к иным результатам.

Так, в начале 90-х годов Стивен Роудс провел целый ряд изысканий на эту тему. Используя методы математического моделирования и сравнивая показатели прибыльности у банков, участвующих в слияниях, и у банков, не принимающих участие в слияниях, Стивен Роудс<sup>7</sup> пришел к выводу, что выгоды и экономия на издержках, полученные в результате банковских слияний в 1980-1993 году, являются незначительными.

Заслуживающим внимания является исследование Джейн Линдер и Дуайта Крейна<sup>8</sup>. Они проанализировали показатели прибыльности банков Новой Англии (США), принявших участие в 47 сделках слияния за период с 1982 по 1987 год.

<sup>5</sup> См. Akhavein, J., A. Berger and D. Humphry, The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function, *Review of Industrial Organization* 12, 1997.

<sup>6</sup> См. Berger, A., W.C. Hunter and S.G. Timme, The Efficiency of Financial Institutions: A Review and Preview of Research Past, Present and Future, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, 1993, p. 221-249.

<sup>7</sup> См. Rodes, S.A., The Efficiency Effects of Bank Mergers: Rationale for Case Study Approach and Preliminary Findings, Proceeding of a Conference on Bank Structure and Competition, *Federal Reserve Bank of Chicago*. 1993. Rodes, S.A., Billion Dollars Bank Acquisitions: A Note on the Performance Effects, *Mimeom Board of Governors of the Federal Reserve System*, 1990.

Rodes, S.A., Efficiency Effects of Horizontal (in-market) Mergers, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, 1993, p. 411-422.

Rodes, S.A., A Summary of Mergers Performance Studies in Banking, 1980-1993, and an Assessment of the Operating Performance and Event Study Methodologies, Staff Study 167, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 1994.

<sup>8</sup> Linder, J.C., D.B. Crane, Bank Mergers: Integration and Profitability, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 7, 1992, p. 35-35. 9



Линдер и Крейн сравнивали соотношение операционной прибыли к активам, где операционная прибыль рассчитывалась как сумма чистых процентных доходов и чистых процентных расходов, за год до и через два года после объединения с аналогичным показателем банков тех же штатов, не принимавших участия в слияниях. На основании полученных данных они пришли к выводу, что слияния не увеличивают прибыльность банков-участников подобных сделок.

В ходе последующей научной полемики происходило постоянное усложнение моделей анализа процессов банковских слияний и поглощений. В первую очередь ученых интересовало изменение доходности банковских акций в связи с реакцией фондового рынка на заявление о слиянии или поглощении. Исследователи изучали изменение такого показателя как аномальный доход, возникающий у банка-цели и банка-покупателя после информирования рынка о сделке.

Джозел Хьюстон и Майкл Рунгерт<sup>9</sup> в 1994 году исследовали аномальный доход, возникающий за четыре дня до того, как банк называл потенциального партнера по сделке слияния, и в день объявления имени будущего партнера. Авторы использовали данные о 153 американских банках, объявлявших о слияниях или поглощениях с 1985 по 1991 годы. В результате такого исследования было выявлено, что благосостояние акционеров банков-целей после объявления о сделке увеличивалось, а акционеры поглощающих банков терпели убытки в результате снижения стоимости их акций на рынке.

В 1992 году Корнетт и Терениэн<sup>10</sup> провели анализ более семидесяти исследований рынка банковских слияний и поглощений, ранее проделанных разными учеными. Они пришли к выводу, что в среднем проведение слияния благотворно отражается на благосостоянии акционеров банка-цели, а акционеры банка-покупателя, по крайней мере, ничего не теряют от его проведения, таким образом, они утверждали реальность действия синергетической теории.

Исследование Стивена Пилоффа и Энтони Сантомеро<sup>11</sup>, опубликованное в 1997 году утверждает, что проявление «гордыни» менеджмента, переоценка им своих возможностей и введение в заблуждение акционеров по поводу прибыльности сделки слияния было бы возможным лишь однажды, и только в тех отраслях экономики, где слияния являются единичными случаями. Анализируя данные почти полутора тысяч слияний в банковском секторе США за период с 1993 по 1996 год, а также приводя тот аргумент, что «гордыня» менеджмента почему то проявляется только в случае слияний, не затрагивая проведения других банковских операций, авторы сочли теорию Ролла несостоятельной.

Оценка результатов эмпирических исследований, посвященных выявлению причин и мотивов объединения банков, приводят к выводу о том, что основным движущим мотивом большинства предпринимаемых на практике слияний и поглощений является эффект синергии, то есть увеличение стоимости (или дохода) банка в результате активизации операционной деятельности объединенного банка.

<sup>9</sup> Houston J. F., Ryngaert M. D., The Overall Gaining from Large Bank Mergers, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, 1994, p. 1155-1176.

<sup>10</sup> Comett M. M., Tehranian H., Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol.31, 1992, p. 211-234.

<sup>11</sup> Piloff, S.J., A.M. Santomero, The Value Effects of Bank Mergers and Acquisition, Working Paper 97-07, *The Wharton School, University of Pennsylvania*, 1997.

В то же время следует иметь в виду, что имеется достаточное количество случаев слияний и поглощений, которые в конечном итоге не приводят к положительному результату, то есть не увеличивают стоимость банка после объединения. Это свидетельствует о высоких рисках, сопутствующих процессам банковских слияний и поглощений и требует тщательной предварительной подготовки намечаемых сделок по слиянию и поглощению.

В последние годы наблюдается ускорение процесса консолидации банков в США, странах Европейского союза, а также в России, где реорганизация кредитных организаций в форме слияний и поглощений рассматривается как наиболее перспективное направление развития банковского сектора экономики. Рост числа банковских слияний и поглощений наблюдается на фоне ускоряющегося процесса глобализации финансовых рынков, снижении маржи банковской прибыли, усилении конкуренции как со стороны мегабанков и транснациональных банков, так и со стороны небанковских учреждений. Свою роль в ускорении процесса консолидации банков США и стран ЕС сыграло ослабление регулирования банковской деятельности со стороны государства, получившее название политики дерегулирования. В России же одной из основных причин, способствующих объединению банков, становится ужесточение требований Центрального банка РФ к кредитным организациям, в первую очередь касающихся величины собственного капитала, уровня банковской капитализации и права банков на участие в системе обязательного страхования вкладов. С другой стороны, Банк России ставит своей целью стимулировать процесс консолидации банков не только за счет ужесточения нормативных требований к банкам, но и за счет упрощения и удешевления процедуры слияния или поглощения, создавая соответствующие экономические и правовые условия для реализации этих задач.

**Во второй главе** в общем виде представлены уровни реализации процесса слияний и поглощений, отражены основные этапы осуществления собственно сделки: от переговоров с потенциальным партнером и анализа его финансового состояния до этапа интеграции и дальнейшего развития объединенного банка. Также во второй главе приводится оценка результатов банковской консолидации, анализ характерных причин, приводящих к неудачным сделкам по слиянию и поглощению, и приведены рекомендации, способствующие преодолению препятствий на пути объединения банков в российских условиях.

Процесс банковских слияний и поглощений включает стратегический, тактический и операционный уровни его реализации. *Стратегический уровень* предполагает выбор объекта для слияния или поглощения, которому предшествует скрупулезный анализ возможных вариантов реализации стратегии развития банка.

*Тактический уровень* подразумевает проведение анализа текущей ситуации и выработку на его основе концептуального и детализированного плана мероприятий по реализации слияния или поглощения. На *операционном уровне* определяются модели интеграции и их координированное внедрение.

При разработке сделки по слиянию (поглощению) банков прежде всего определяются предполагаемые выгоды в области *финансов* (рост капитализации, обеспечение нормативов ликвидности и платежеспособности), *банковской специализации, рынков* (особенно в области предложения новых банковских продуктов и услуг), *человеческих ресурсов* (повышение производительности банковских служащих), *организационной структуры* (новое делегирование полномочий) и *информационных сетей*.

Вместе с тем анализ операций по слиянию и поглощению банков, проведенный в последние годы в США и Западной Европе показывает, что сделки по слиянию и поглощению в банковском секторе экономики являются наиболее рисковыми, а потому трудно прогнозируемыми и управляемыми. Задача усложняется тем, что слияние банков кроме экономии и дополнительной прибыли создает и дополнительные расходы, которые подчас

трудно спрогнозировать. Исследования показывают, что стопроцентного успеха сделок по проведенным слияниям и поглощениям не бывает. Это подтверждают и сами участники слияний. Причины неудач банковских слияний и поглощений, на наш взгляд, объясняются следующими факторами:

- трудностями интеграции банков, связанными с их неспособностью сотрудничать между собой, утратой в ходе слияния ключевых работников, отсутствием передачи опыта. Чаще всего это обусловлено различием корпоративной культуры банков, что проявляется в различной организационной структуре, неодинаковом подходе к решению возникающих проблем, целям управления банком и так далее;
- различными ожиданиями партнеров: в большинстве случаев цена приобретения банка оказывалась настолько высокой, что не позволяла быстро возместить понесенные расходы по сделке, либо приобретающий банк не учитывал расходов на налаживание функционирования объединенного банка; - изменением общеэкономических условий (замедление темпов роста экономики, повышение уровня инфляции и т.д.) или норм банковского регулирования.

Для преодоления возникающих проблем в процессе слияния или поглощения банкам необходимо учитывать тот факт, что основные сложности возникают на этапе интеграции и дальнейшего развития объединенного банка. Труднее всего добиться интеграции в области организации внутренней работы банка, бухгалтерского учета и аудита, информационных систем, управления персоналом и отношений с клиентами.

Так, открытая информация о новой структуре управления банком, назначениях на ключевые посты руководителей высшего и среднего звена, правильный выбор названия объединенного банка способствуют преодолению проблем в области *организации его внутренней работы*. Руководители объединенного банка должны определить его корпоративную культуру с учетом того, что успех слияния в банковском секторе гораздо больше, чем в других отраслях зависит от *управления персоналом*, поскольку более половины банковских служащих напрямую связаны с клиентами. Для дальновидных руководителей именно *защита интересов клиентов* является одним из главных приоритетов сделки слияния или поглощения.

Принципиально важный вопрос сделки - *методика объединения бухгалтерских балансов*. Поэтому, еще до слияния или поглощения необходимо адаптировать учетные политики объединяющихся банков, включая номенклатуру балансовых и лицевых счетов, символы отчета о прибылях и убытках, и договориться о проведении *аудиторской проверки* достоверности балансов и другой финансовой отчетности.

При слиянии или поглощении существует большая вероятность того, что *информационные системы* объединяющихся банков окажутся несовместимыми. В лучшем случае это может стать еще одним затратным фактором, а в худшем -оказаться непреодолимым препятствием, угрожающем объединению банков в целом. Зачастую от выбора информационной системы зависит 50% успеха слияния. Если этому не уделяется должного внимания, то при объединении возможны значительные потери времени и банковских данных, которые могут стать причиной потери клиентов, что в итоге сведет на нет положительный эффект сокращения затрат и роста прибыли.

Более развернутый ответ на вопрос о причинах неудач объединения банков и определение комплекса мер для преодоления негативных результатов можно получить лишь при рассмотрении конкретных сделок слияния и поглощения в банковском секторе.

В третьей главе представлен сравнительный анализ моделей оценки стоимости банка как участника сделки слияния или поглощения, выявлены преимущества и недостатки того или

иного подхода к оценке. На основе финансовой отчетности конкретных банков, решивших принять участие в слиянии, апробирована методика оценки стоимости участников сделки. В данной главе также отражены результаты проведенного сценарного анализа влияния различных факторов на показатель эффективности банка после объединения на основе разработанной автором расчетно-демонстрационной модели.

С целью принятия обоснованного решения по поводу стоимости банка в процессе слияния или поглощения особое внимание уделяется балансовой модели, оперирующей конкретными данными финансовой отчетности банка, и доходной модели, основанной на использовании метода дисконтирования денежных потоков (ДДП).

*Доходная модель* или *модель доходности на инвестиции* (*Return on Investment Model*), рассматривая приобретение банковской фирмы как инвестицию, определяет собственный капитал банка как величину будущих выплат акционерам (инвесторам), которые продисконтированы по средней взвешенной стоимости капитала.

Так, согласно доходной модели, цена (или стоимость) банка, которую готов заплатить инвестор, представляет собой приведенную стоимость всех будущих доходов, доступных инвестору.

$$Bank\ Value = PV [Ожидаемый\ доход,\ доступный\ банку] \quad (1)$$

Используя доходную модель для оценки банка, необходимо учитывать величину ожидаемых доходов, доступных инвесторам, волатильность таких доходов, продолжительность их получения во времени или долговечность, а также определенность того, что такие доходы будут получены, а также уровень дисконта.

Одной из проблем, возникающих при использовании данной модели, является определение *конечной стоимости* (*terminal value*) инвестиций, или так называемой «стоимости спасенного имущества». На практике стоимость банка для инвестора представляет собой сумму приведенной стоимости будущих доходов  $PV_n$  и конечной стоимости инвестиций  $TV_n$ .

$$Bank\ Value = PV_n + TV_n \quad (2)$$

При некоторых условиях, ожидаемый будущий доход, доступный инвесторам, может быть определен как *будущий денежный поток*  $FCF$  (*Future Cash Flow*):

$$FCF = NI + D - RCA, \quad (3)$$

где  $NI$  (*net income*) - чистый доход,  $D$  (*depreciation*) - амортизация,  $RCA$  (*required capital addition*) - требуемое увеличение капитала.

Как только происходит покупка банка-цели, инвесторы наверняка будут пытаться минимизировать его капитал, что позволит увеличить доходность на их вложения (приобретенные обыкновенные акции банка-покупателя). Следовательно, показатель  $RCA$  может быть определен как:

$$RCA = [(NI_t + TE_{t-1}) / TA_t - C/A] \times TA_t + N/E, \quad (4)$$

где  $NI$  - чистый доход;  $TE$  - общее число существующих обыкновенных акций в обращении,  $TA$  - прирост совокупных активов,  $C/A$  - требуемое соотношение капитал/активы,  $N/E$  - новые акции, выпущенные в обращение.

Игнорируя затраты на амортизацию, как незначительные для банков, а также и объем вновь выпущенных акций, получим величину будущего денежного потока:

$$FCF_t = NI_t - [(NI_t + TE_{t-1}) / TA_t - C/A] \times TA_t \quad (5)$$

Продолжительность жизненного цикла банка, как правило, неизвестна или неопределенна, следовательно, для инвесторов достаточно сложно точно установить конечную стоимость вложений в его приобретение. Подход, позволяющий определить приблизительную величину конечной стоимости банка, основан на использовании математической модели для определения потока будущих доходов. Исходя из того, что величина потока будущих

доходов увеличивается в постоянной пропорции  $g$ , а  $r$  - ставка дисконта, конечную стоимость банка можно определить как:

$$TV_t = FCF_{n+1} / (r-g) \quad (6)$$

Таким образом, проблема определения стоимости банка с помощью доходной модели может быть разделена на две части: первую, которая дает подробную оценку будущих денежных потоков и вторую, которая предусматривает рост стабильных Доходов в установленной пропорции в течение неопределенного периода времени:  $n$

$$Bank\ Value = [(FCF_t / (1+r)^t) + (TV / (1+r)^n)] \quad (7)$$

$t=1$  Если предположить, что стабильный доход банка-цели будет расти в постоянной пропорции  $g$ , тогда стоимость банка определяется как:

$$Bank\ Value = [(FCF_t / (1+r)^t) + (FCF_{n+1} / (2-d) / (1+r)^n)] \quad (8)$$

Стоимость, определяемая как дисконтированный денежный поток, является наилучшей характеристикой, поскольку в ней учитывается полная информация о деятельности банка. Однако, с учетом особенностей российской практики оценки банков - участников сделок слияний и поглощений, в условиях нестабильности экономической среды и существенных затруднений в выборе ставки дисконтирования прогнозирование потоков денежных средств является весьма сложной задачей с низкой степенью достоверности на долгосрочный период. Вместе с тем, игнорировать этот метод, равно как и другие методы оценки банка, используемые в зарубежной практике, было бы неправильным.

В практике банковского анализа также часто используется *балансовая модель* определения стоимости банковских акций (*book value model*). Балансовая Модель получила значительное распространение в западных странах, поскольку она достаточно проста и удобна для проведения оценки банков, участвующих в слияниях и поглощениях. Согласно балансовой модели, *стоимость акций банка* равна стоимости акционерного капитала, отраженной в балансе банка, деленной на количество выпущенных в обращение акций. Акционеры приобретающего банка выплачивают акционерам банка-цели определенную сумму в виде *премии (надбавки)* за слияние в качестве компенсации за участие в сделке. Премия (надбавка) за слияние (*premium to book value*) уравнивает цену за акцию, предложенную акционерам банка-цели ( $MP_t$ ), и балансовую стоимость акции банка-цели ( $BV_t$ ):

$$Premium\ to\ Book\ Value = (MP_t - BV_t) / BV_t \times 100\% \quad (9)$$

Для того, чтобы использовать балансовую модель в оценке банка, необходимо, во-первых, вычислить среднюю премию слияния, предложенную при недавно состоявшейся сделке, в которой участвовали банки со схожими параметрами, и, во-вторых, экстраполировать результат на рассматриваемый нами банк - цель слияния.

Таким образом, мы определяем цену слияния ( $Pbv$ ) как:

$$Pbv = [MP_t / BV_t]_{avg} \times BV_t \quad (10)$$

Условия сделки слияния также рассматриваются с точки зрения установления *курса обмена акций* или *менового соотношения* ( $e$ ), определяющего количество акций банка-покупателя, которое получают акционеры банка-цели за каждую свою акцию:

$$e = P_{uV} / MP_a = BV_x (1 + Premium\ to\ BV) / MP_a \quad (11)$$

где  $MP_a$  - рыночная цена за акцию банка-покупателя.

Процедура оценки банка с использованием балансовой модели имеет ряд недостатков. Несмотря на множество регулятивных требований со стороны органов надзора, а также

требований к правилам ведения бухгалтерского учета и составления отчетности, применяемых к кредитным организациям, очень сложно определить, какая часть балансовой прибыли, например, теряется в результате изменения процентных ставок на рынке, колебания доходности на рынке ценных бумаг, курса национальной валюты по отношению к иностранной, предвидеть финансовый результат по незавершенным сделкам. Поэтому, наиболее очевидным является то, что *балансовая модель не учитывает реальную стоимость банковских активов, и полностью игнорирует возможные риски.*

Так как мы определили, что отклонение балансовой стоимости банковского капитала от его реальной экономической стоимости довольно значительно, было бы правильным определять *скорректированную балансовую стоимость (adjusted book value)* банка-цели слияния, для того, чтобы верно определить величину такого отклонения.

Скорректированная балансовая стоимость может быть получена путем прибавления или вычитания от базовой стоимости следующих показателей: изменение величины резерва на возможные потери по ссудам, изменение рыночной стоимости инвестиционного портфеля банка, изменение в оценке других активов, стоимость забалансовых операций банка, стоимость «основных» или «базовых» депозитов(*core deposits*)<sup>12</sup>.

Использование скорректированной стоимости банка в рамках балансовой модели в российских условиях, на наш взгляд, имеет ряд преимуществ по сравнению с оценкой стоимости банка на основе доходной модели. Во-первых, балансовые оценки стоимости более понятны и их расчет значительно проще, чем процедура определения стоимости банка на основе дисконтирования денежных потоков в рамках доходной модели. Во-вторых, балансовые оценки стоимости стабильнее рыночных цен и не зависят от изменений фондового рынка.

Финансовый успех слияния или поглощения в немалой степени зависит от величины чистого дохода, заявленной банками на обозримую перспективу (10 лет). Большинство банковских слияний и поглощений имеют негативный кратковременный эффект снижения показателя доходности на акцию потому, что банк-покупатель выплачивает акционерам банка-цели слишком высокую надбавку (премию) за слияние, в результате чего возникает *эффект размывания дохода на акцию (EPS dilution effect)*. Вопрос, который является важным как для владельцев приобретающего банка, так и для акционеров банка-цели, это вопрос о том, какое размывание дохода можно считать значительным, а какое вполне преодолимим. Ответ на этот вопрос дан в работе по результатам проведенного сценарного анализа<sup>13</sup>.

Моделирование конкретных ситуаций позволяет сделать вывод, что величина дохода на акцию зависит от изменения четырех главных факторов:

- 1) величины премии (надбавки) за слияние, выплачиваемой акционерам банка-цели;
- 2) относительной величины доходов банков, участвующих в слиянии;
- 3) относительных темпов роста банков - участников сделки;
- 4) наличия или отсутствия эффекта синергии.

Можно утверждать, что первоначальное размывание дохода, зависящее в первую очередь от величины премии за слияние, преодолевается за счет более быстрого роста EPS после объединения банков.

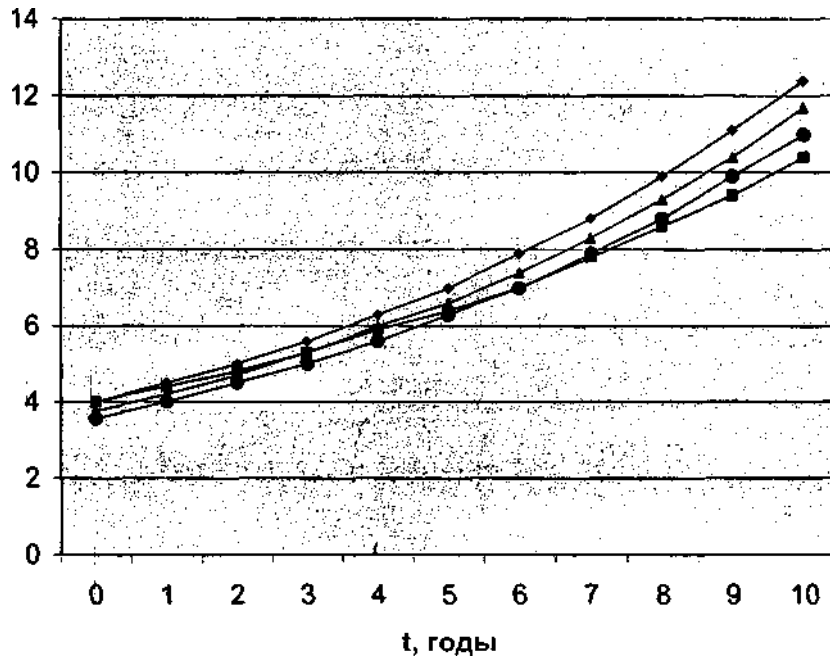
<sup>12</sup> Под «основными» или «базовыми» депозитами понимаются застрахованные, защищенные в случае банкротства банка депозиты с учетом их чувствительности к изменению процентных ставок на рынке. К базовым можно отнести депозиты до востребования, сберегательные вклады, срочные вклады с фиксированным процентом.

<sup>13</sup> В рассматриваемой модели слияния принимают участие банк-покупатель(А) и банк-цель(В) со следующими финансовыми характеристиками: доходы: банк А - 12,0 млн. у.е., банк В - 4,0 млн. у.е.; количество акций: банк А - 3,0 млн., банк В - 1,0 млн.; доходность на акцию (EPS): банк А - 4,0 у.е., банк В - 4,0 у.е.; темп роста EPS: банк А - 10%, банк В - 18%, средневзвешенный темп роста (основанный на величине доходов) - 12%.

Так, полученные результаты показывают, что последствия выплат 25%-х и 50%-х премий за слияния, первоначально снижающих доходность на акцию, преодолеваются в 4-ом и 7-ом году после объединения (см. рисунок 1).

### Влияние размера премии за слияния на показатель доходности на акцию (EPS)

Рис.1. Влияние размера премии за слияния на показатель доходности на акцию (EPS)



Если же за слияние выплачивается надбавка в размере 100% или 200%, то (компенсация первоначального размывания дохода становится невозможной в течение всего избранного десятилетнего горизонта. Чтобы компенсировать такое размывание дохода, менеджмент банка после слияния должен обеспечить сверхвысокий синергетический эффект, который вряд ли может быть достигнут в условиях нормального функционирования объединенного банка (см. Рисунок 2).

По результатам сценарного анализа можно определить величину эффекта синергии, необходимую для доведения EPS объединенного банка до уровня EPS банка, не принимающего участия в слиянии<sup>14</sup>.

Влияние значительных размеров премии за слияние на показатель доходности на акцию (EPS)

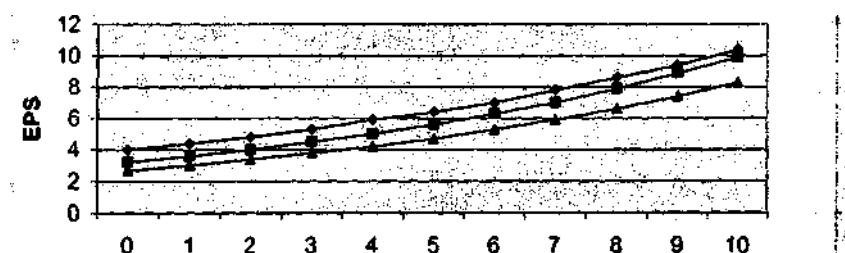


Рис.2. Влияние значительных размеров премии за слияние на показатель доходности на акцию (EPS)

Результаты проведенных расчетов для различных соотношений доходов объединяющихся банков, позволяют продемонстрировать непосредственную зависимость степени размывания дохода на акцию после объединения от показателя соотношения доходов банка-цели и банка-покупателя. Удалось также получить количественную характеристику зависимости EPS объединенного банка от соотношения темпов роста банков-участников сделки<sup>15</sup>.

Исследование показало, что отдельные факторы, влияющие на доходность банковских акций, связаны между собой. Так, величина премии за слияние, которую будет готов заплатить банк-покупатель, зависит в значительной степени от темпов роста банка-цели в предшествующие годы.

Так, для банка, не участвующего в слиянии EPS через год будет равен 4,32 у.е., а для банка-участника сделки, с учетом выплаты 50% надбавки за слияние, EPS составит 3,99 у.е. Для того, чтобы объединенному банку достичь доходности на акцию 4,32 у.е, уровень синергии должен быть не менее 8,3%. Для банка, который выплатил 200% премии за слияние, необходимый уровень синергии равен 44,5%.

<sup>15</sup> На данном этапе анализа было допущено следующее предположение: соотношение величины доходов банка-цели и банка-покупателя равно 0,33; премия за слияние, выплаченная акционерам банка-цели, составила 50%, а темпы роста объединенного банка не являются постоянной величиной. В соответствии с допущенными предположениями мы определили темпы роста объединенного банка после слияния - 8,75% (при соотношении темпов роста банка-покупателя и банка-цели 0,5 к 1), и 15% (при соотношении темпов роста банка А и банка В, равном 3 к 1).



Для определения более точной степени влияния отдельных факторов на доходность банковских акций, целесообразно рассматривать их совокупное действие. Модель позволяет определить оптимальное сочетание различных факторов<sup>16</sup>.

Таким образом, в третьей главе разработан инструментарий, позволяющий дать ответ на ряд ключевых вопросов, возникающих при процедуре слияния или поглощения, в частности, оценить степень прироста экономической стоимости банка, а также рассчитать вклад отдельных факторов в полученный результат.

В заключении даны обобщающие выводы и рекомендации по использованию результатов, полученных в ходе диссертационного исследования.

## **Основные результаты и выводы работы**

1. Слияния и поглощения в банковском секторе представляет собой выработанный мировой практикой способ отбора эффективных кредитных учреждений, приспособленных для генерирования в конкурентной рыночной среде. Назревшая потребность в реструктуризации российской банковской системы, укрупнении банков и сокращении числа неэффективных кредитных институтов ставит задачу исследования целей, мотивов и условий успешного проведения консолидационных сделок и широкого использования их в практике российского банковского бизнеса. Объединение банковских ресурсов в результате слияний и поглощений

порождает ряд преимуществ, которые позволяют объединенному банку получить определенный экономический эффект. Он проявляется в экономии на масштабах, снижении издержек, увеличении доли рынка, расширении продуктового ряда, повышении эффективности управления, увеличении финансового и операционного рычага. Реализация этих позитивных эффектов приводит, в конечном счете, к увеличению чистой прибыли банка и стоимости его акций.

2. Проведенный в диссертационном исследовании анализ современных теоретических и эмпирических работ по проблематике банковских слияний и поглощений выявил ряд концептуальных подходов к мотивации банков, принимающих участие в консолидационных сделках: теория синергии, теория «гордыни» и теория агентских издержек. Теория синергии представляется нам наиболее логичной и эмпирически обоснованной. Вместе с тем, мотивы, выдвигаемые автором теории агентских издержек в ряде случаев также находят эмпирические подтверждения. Наиболее спорной является теория «гордыни». Поэтому в представленном диссертационном исследовании в качестве главной теоретической концепции принята теория синергии.

---

<sup>16</sup>Так, в рассмотренном нами конкретном примере лучший результат достигается в случае уплаты низкой (в идеальном варианте нулевой), равенства доходов банка-покупателя и банка-цели и соотношения темпов роста объединяющихся банков - 3 к 1. Изменение этих условий (например, увеличение премии за слияние до 100-200%, или снижения темпов роста банка-покупателя по отношению к банку-цели слияния до 0,5 к 1) приведет к резкому ухудшению экономических результатов слияния. Подобный расчет позволяет определить крайние точки, служащие ориентирами возможного влияния исходных условий сделки на величину показателя EPS после слияния.

3. На основе исследования рынков банковских слияний и поглощений, проведенных в последние 15-20 лет в США, странах Европейского союза и России, выявлены наиболее распространенные причины неудач подобных сделок. В частности, они связаны с отсутствием разработанной стратегией поведения и четкой программы действий банков-участников объединения, политикой регулирующих органов в сфере банковских слияний и поглощений, неправильной оценкой синергетического и других эффектов объединения, несовместимостью корпоративных культур и соперничеством топ-менеджмента консолидирующихся банков, утечкой квалифицированных специалистов и потерей выгодных клиентов в ходе объединения. Для преодоления негативных последствий консолидационных сделок в диссертационной работе предложен ряд конкретных рекомендаций, которые могут быть использованы российскими банками при подготовке процедуры слияния или поглощения.

4. Правильная оценка стоимости объекта слияния или поглощения является одним из важнейших условий успешного проведения операций подобного рода. Она позволяет банкам-партнерам принимать обоснованные решения о желательности объединения с другими банками и об условиях предстоящих сделок. Проведенный анализ указывает на предпочтительность использования в российских условиях балансовой модели для оценки стоимости банка при слиянии или поглощении. Применение доходной модели, основанной на использовании метода дисконтирования денежных потоков (ДДП), у нас затруднено по причине слабого развития рынка банковских акций и сложности определения ставки дисконтирования.

5. В работе детально исследован эффект первоначального размывания дохода на акцию, который, как правило, возникает при использовании процедуры обмена акциями (в отличие от кассовых сделок). Размер первоначального размывания и рост доходности на банковскую акцию зависит от ряда факторов, которые подробно проанализированы в диссертационном исследовании. Разработанная автором, расчетно-демонстрационная модель позволяет выявить направления и числовые характеристики динамики показателя доходности в зависимости от таких факторов как относительный размера доходов банков, темпы их роста, наличия или отсутствия эффекта синергии и величины премий (надбавок) за слияние, выплачиваемых акционерам банка - цели слияния.

Расчеты показывают, что увеличение премий за слияние равно как и отрицательный эффект синергии снижают финансовую результативность слияния, тогда как высокий коэффициент соотношения доходов банка-покупателя и банка-цели и темпов роста этих банков приводит к повышению показателя доходности объединенного банка. Точность прогноза результатов слияния или поглощения повышается, если оценка влияния каждого фактора производится во взаимосвязи с другими факторами, возможность чего предусмотрена в используемой модели.

Разработанный в диссертационном исследовании подход к оценке финансовых и нефинансовых условий осуществления операций по слиянию и поглощению банков, а также моделирование последствий этих операций для прогнозирования доходности банка после объединения, позволяет существенно повысить качество подготовки консолидационной сделки и минимизировать возможные негативные последствия этой процедуры.

Работы, опубликованные автором в ведущих рецензируемых научных журналах и журналах, рекомендованных ВАКом Министерства образования и науки России:

Горелая Н.В. Зарубежный опыт моделирования эффективности банковских слияний // Деньги и кредит. 2006. №8. С.35-41. (0,8 п.л.).

**Другие работы, опубликованные автором по теме кандидатской диссертации:**

1. Горелая Н.В. Некоторые аспекты финансового анализа коммерческого банка // Управление корпоративными финансами. 2006. №4(16). С.244-258. (1,6п.л.);

2. Горелая Н.В. Некоторые аспекты финансового анализа коммерческого банка (Часть2) // Управление корпоративными финансами. 2006. №5(17). С.314-322. (0,9п.л.);

3. Горелая Н.В. Оценка и анализ экономических эффектов при банковских слияниях и поглощениях // Управление корпоративными финансами.2004.№5.С.41-49.(0,8п.л.);

4. Горелая Н.В. Основы оценки стоимости банковской фирмы // Управление корпоративными финансами. 2004. №3. С.13-17. (0,4 п.л.).