

УДК 334.025

Цаплин Владислав Олегович,

аспирант,
кафедра Международной экономики и менеджмента,
Институт экономики и управления,
ФГАОУ ВО «Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б.Н.Ельцина»
г.Екатеринбург, Российская Федерация

Бондарев Александр Викторович,

аспирант,
кафедра Международной экономики и менеджмента,
Институт экономики и управления,
ФГАОУ ВО «Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б.Н.Ельцина»
г.Екатеринбург, Российская Федерация

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Аннотация:

В статье представлен литературный обзор и выявление основных подходов к оценке эффективности сделок слияний и поглощений.

Ключевые слова:

Оценка эффективности сделок слияний и поглощений, накопленная избыточная доходность.

Исследования, которые фокусируются на слияниях и поглощениях, приписывают создание стоимости изменению акционерной стоимости [6]. Это понятие означает, что успешные результаты деятельности компании в сфере слияний и поглощений измеряются степенью финансового обогащения акционеров как целевой, так и приобретающей компании. В большинстве случаев это измеряется путем анализа изменений в цене акций компании. Тем не менее, существует некоторая критика в отношении этого подхода, например, Кампа и Хернандо, которые утверждают, что акционерная стоимость может рассматриваться, как только частичная стоимость, созданная в результате слияний и поглощений, эта критика в большинстве случаев игнорируется из-за ее сложного характера [2].

Обычно многие исследования в области слияний и поглощений создают ценность, полагаясь на один из четырех подходов, которые будут описаны ниже.

Опрос Топ-менеджеров

При данном методе ряду руководителей предоставляется вопросник с надеждой на то, что они смогут обобщить результаты опросов для большей части населения. Этот метод подвержен множественным ошибкам и сложностей, одной из которых является низкая скорость отклика, трудоемкий характер и невозможность обучения

Измерение результативности сделок M&A на основе накопленной избыточной доходности (eventstudy)

Метод исследования событий также очень популярен для оценки эффективности сделок M & A. Этот подход включает сбор данных о ценах на акции и расчет аномальной прибыли для компаний, проводящих мероприятия по покупке. Существуют возможности концентрации на краткосрочной и долгосрочной перспективе, однако все они включают дату объявления на дату события. Этот метод полезен для определения того, как рынок реагирует на информацию о сделке. Преимущества в том, что этот метод является прямой мерой созданной стоимости для инвесторов и ориентирован на перспективу. Очевидным недостатком является факт, лежащий в основе предположения об эффективности рынка, что не всегда, верно. Среди выводов, которые были получены с помощью исследования событий, был обнаружен Мартыновой и Реннебугом, где было обнаружено, что существует положительное влияние трансграничных сделок M & A в европейских компаниях на котировки акций компаний-приобретателей [7]. Чрезвычайно важно отметить, что в исследовании этот подход бесполезен, так как фокус смещен в сторону последствий слияний и поглощений и последующих операционных показателей компании в течение 2 лет, не принимая во внимание реакцию рынка.

Наиболее распространенным и часто используемым методом оценки эффективности транзакций M & A является метод накопленной избыточной доходности (CAR). Одна из причин распространенности этого метода характеризуется наличием необходимой информации - цены акций за период наблюдения и информации о доходности рынка. Этот метод основан на вычислении совокупного ненормального дохода (CAR) во время определенных событий (окна), представляющих интерес, большую часть времени они связаны с новостями, например, объявление M&A. Другими словами, этот подход анализирует реакцию рынка на объявление сделок

M&A. Фактическая доходность акций компании-эквайера рассчитывается по диапазону сделок M&A по оконным событиям и сравнивается с ожидаемым (нормальным) доходом, который имел бы место, если бы не было сделки.

В настоящее время большое количество исследований посвящено изучению эффективности сделок M&A с использованием метода накопленной избыточной доходности. Тем не менее, исследования по качеству корпоративного управления в контексте сделок M&A являются скудными.

Це и Соуфани проверили накопленную избыточную доходность для приобретающих компаний и целевых компаний [3]. В результатах их исследования были как крупные, так и мелкие сделки с точки зрения их объема, выраженного в долларах. Следует отметить, что для крупных сделок совокупный ненормальный доход был положительным, для малых - отрицательным.

При анализе сделок M&A, связанных с конкретным сектором, анализируя накопленную избыточную доходность, Чои и Рассел пришли к выводу, что объем опыта компании в конкретной отрасли значительно повышает эффективность сделок M&A и имеет положительное влияние на благосостояние акционеров. Более того, авторы не обнаружили никакой связи между способом оплаты и эффективностью транзакций [3].

В ходе исследования влияния корпоративного управления на эффективность сделок M&A Меггинсон использовал накопленную избыточную доходность как показатель эффективности слияний и поглощений [6]. В этом исследовании была исследована взаимосвязь между степенью развития корпоративного управления и методом оплаты с использованием накопленной избыточной доходности в длинном окне событий. Сроки, использованные в этом анализе, составляли 3 года после объявления о транзакции. Согласно результатам регрессионного анализа, чем ниже была степень развития механизмов

Измерение результативности сделок M&A на основе показателей финансовой отчетности компании

Этот тип исследований концентрируется на сравнении финансовых показателей компаний до сделки M&A с теми, что после сделки M&A. В большинстве случаев используются следующие финансовые показатели: денежный операционный доход, доходность денежного потока, валовая прибыль, маржа операционной прибыли, чистая стоимость и чистая прибыль. Сильные стороны этого метода включают высокий уровень доверия, поскольку все данные являются общедоступными и тщательно проверяются различными аудиторскими агентствами. Он также широко используется различными инвесторами для оценки эффективности работы компании, глядя на создание стоимости. Еще одним преимуществом метода учета является его простота и легкость в поиске необходимых данных. Однако существуют определенные недостатки, связанные с этим методом, например, он полностью игнорирует нематериальные активы.

Херон и Ли проводят исследование влияния метода оплаты в сделках M&A на последующие операционные результаты, однако никакой связи между методом оплаты и результатами M&A обнаружено не было [4]. Кроме того, очень важно упомянуть исследование Мантравади и Редди, которое опирается на финансовые отчеты для оценки эффективности сделок M&A и может быть описано как исследование финансовой деятельности [5]. Это исследование было основано на анализе маржи операционной прибыли, валовой прибыли, чистой стоимости и чистой прибыли. Вышеупомянутые авторы исследовали связь между финансовыми результатами и сделками M&A и влиянием размера компании на результаты M&A. Одним из основных выводов их исследования было то, что размер компании положительно влияет на эффективность слияний и поглощений.

Другое исследование, которое также имеет большое значение с точки зрения вклада в научные знания о корпоративном управлении в контексте сделок M&A, — это исследование, проведенное Зуо на китайском рынке [9]. Автор этого исследования анализировал долгосрочные финансовые результаты компании после сделки M & A и роль корпоративного управления с учетом таких критериев финансовых показателей, как операционная доходность денежных потоков по активам. Результаты этого исследования показывают, что увеличение размера платы по сравнению с определенным количеством оказывает негативное влияние на долгосрочные показатели M & A. Относительно двойственности генерального директора и количества независимых членов совета директоров не было найдено существенных доказательств за или против этих переменных. Однако было установлено, что наличие крупного держателя государственных блоков негативно влияет на долгосрочную эффективность слияний и поглощений. После проверки других выдвинутых гипотез были получены следующие результаты: взаимосвязь между размером Совета директоров и результативностью сделок по M&A имеет U-образную взаимосвязь; доля главного управляющего в акционерном капитале не смягчает агентскую проблему и оказывает негативное влияние на результативность сделок M&A; концентрация акционерного капитала связана обратной зависимостью с долгосрочной результативностью сделок M&A.

П. Мантравади и А.В. Редди исследуют влияние различных типов сделок M&A на операционную деятельность индийских компаний в период после проведения экономических реформ с 1991 по 2003 год [5]. В качестве показателей операционной деятельности авторы используют показатель операционной маржи, чистой маржи, рентабельности капитала и соотношения объема займов к собственному капиталу. Результатом исследования является незначительное отличие в степени влияния различных типов сделок M&A на операционные финансовые показатели фирмы.

Комбинированный подход к определению результативности сделок M&A

Следующим подходом к определению результативности сделок M&A является смешанный подход, основанный на использовании как рыночных, так и финансовых показателей компании. Работа Сан и Тэнг построена на использовании реакции цены акции компании для оценки силы реакции рынка и операционной

деятельности, которые в свою очередь говорят об общей эффективности деятельности компании. Для оценки операционной деятельности были использованы такие показатели как рентабельности операционной деятельности и чистой рентабельности доходов. Результаты исследования показали, что поглощающие фирмы не получают выгоды в результате проведения сделок M&A, тогда как акционеры компаний-мишеней их получают.

Другим исследованием, основанном на смешанном подходе к определению результативности сделок M&A, является работа Дж.Хой и Д. Харматук [3]. Авторы доказали статистическую значимость влияния показателей операционной деятельности компании на сделки M&A.

Рассматривая развивающийся рынок, С.Мальхотра и П.Зу исследуют результативность сделок M&A в длительном периоде: 2года. Взятые для анализа сделки представляют собой поглощение американских компаний индийскими. Авторы, используя различные подходы к измерению результативности (как накопленную избыточную доходность, так и ряд финансовых показателей, включающих ROE и EPS), пришли к выводу о положительном результате слияний в краткосрочном периоде в отличие от долгосрочного. Такой вывод объясняется тем, что, выходя на международный рынок с помощью сделок M&A, индийские компании надеются на положительные результаты ведения бизнеса за рубежом, которые и наблюдаются в краткосрочном периоде. Однако в долгосрочном периоде в пределах двух лет многие из них, не имея опыта работы на зарубежном рынке ранее, сталкиваются с существенными трудностями, приводящими к потерям как в стоимости акций, так и в показателях операционной деятельности. Более длительный же период функционирования компании на международном рынке свыше двух лет, скорее всего, вернет компанию к первоначальным положительным показателям, получение которых обусловлено накопившимся опытом работы на зарубежном рынке.

Так, проанализировав ряд возможных подходов к определению результативности сделок M&A, стоит говорить о различных результатах исследования, доказывающих как положительную, так и отрицательную результативность сделок слияния и поглощения, а также различную степень влияния факторов корпоративного управления на результат сделки M&A. Различные подходы к анализу рассматриваемых сделок также связаны с разной временной перспективой исследования: так, накопленная избыточная доходность позволяет проанализировать результативность сделки в краткосрочном периоде, а показатели финансовой отчетности являются оценкой проведенной сделки в долгосрочном периоде. Кроме того, упомянутые выше работы затрагивают как развитые, так и развивающиеся рынки, последние из которых представлены в основном индийскими китайскими рынками. Результаты исследования данных типов рынков также неоднозначны и варьируются от одного странового рынка к другому.

Таким образом для дальнейшей работы будет взят подход, основанный на измерении результативности сделок слияния и поглощения через накопленную избыточную доходность. Используя данный подход к измерению результативности сделок M&A, принимаем гипотезу об эффективности рынка, которая предполагает, что цены активов быстро реагируют на новую поступающую на рынок информацию, которой в нашем случае является объявление о сделке M&A. Выбранный подход имеет ряд преимуществ по сравнению с другими методами. Во-первых, показатель избыточной доходности в меньшей степени подвержен манипуляциям со стороны менеджеров, которые довольно часто манипулируют данными финансовой отчетности. Во-вторых, данный метод не зависит от качества самого процесса проведения сделки, например, от адаптации фирмы к проведенной сделке в последующий период – пост интеграционный. Данные же финансовой отчетности отражают то, как проходит процесс адаптации к сделке, в который вовлечены уже не только члены Совета директоров, что усложняет анализ влияния именно этого механизма корпоративного управления на совершение сделок.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Bruner, Robert F. "Does M&A pay? A survey of evidence for the decisionmaker." *Journal of Applied Finance* 12.1 (2002):48-68.
2. Campa, J., Hernando, I. (2009). Shareholder value creation in European M&As, *European Financial Management*:47-81.
3. Choi, J. and J. Russell, 2008. «Economic Gains around Mergers and Acquisitions in the Construction Industry of the United States of America», *Canadian Journal of Civil Engineering* 31 (3), pp. 513-525.
4. Heron, R. Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers / R. Hero n, E. Lie // [Электронный ресурс] // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2002. URL: <http://www.nlr.ru/lawcenter/izd/index.html> (дата обращения: 25.04.2022)
5. Mantravadi, P. Relative Size in Mergers and Operating Performance: Indian Experience [Электронный ресурс] // P. Mantravadi, A. Reddy // *Working Paper Series*. – 2008. URL: <http://www.nlr.ru/lawcenter/izd/index.html> (дата обращения: 14.04.2022)
6. Marks, Mitchell Lee, and Philip H. Mirvis. "Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation." [Электронный ресурс] // *The Academy of Management Executive* 15.2 (2001). URL: <http://www.nlr.ru/lawcenter/izd/index.html> (дата обращения: 05.05.2022)
7. Martynova, M. and Renneboog, L. (2008). A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? , [Электронный ресурс] // *Journal of Banking and Finance*, 25-43. URL: <http://www.nlr.ru/lawcenter/izd/index.html> (дата обращения: 10.03.2020)

8. Megginson, W., Morgan, A., Nail, L. (2016). The Determinants Of Positive Long-Term Performance In Strategic Mergers: Corporate Focus And Cash, [Электронный ресурс] // Journal Of Banking And Finance. URL: <http://www.nlr.ru/lawcenter/izd/index.html> (дата обращения: 12.03.2022)
9. Zou X. Mergers and Acquisitions of China Companies: Role of Corporate Governance // [Электронный ресурс] // Working paper, National University of Singapore. – 2008. – Vol. 1, N 5 – <http://www.nlr.ru/lawcenter/izd/index.html> (дата обращения: 18.01.2022)

Tsaplin Vladislav Olegovich,

Graduate student,

Department of International Economics and Management,

Institute of economics and management,

Federal State Autonomous Educational Institution of Higher Education "Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin"

Yekaterinburg, Russian Federation

Bondarev Alexander Viktorovich,

Graduate student,

Department of International Economics and Management,

Institute of economics and management,

Federal State Autonomous Educational Institution of Higher Education "Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin"

Yekaterinburg, Russian Federation

Yekaterinburg, Russian Federation

APPROACHES TO ASSESSING THE EFFICIENCY OF MERGER AND ACQUISITION TRANSACTIONS

Abstract:

The article presents a literature review and identification of the main approaches to assessing the effectiveness of mergers and acquisitions.

Keywords:

Evaluation of the effectiveness of mergers and acquisitions, accumulated excess returns.