

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

**РОЛЬ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ: ОСНОВНЫЕ ГИПОТЕЗЫ***Аннотация:*

В статье представлен литературный обзор основных характеристик и их влияние на эффективности сделок слияний и поглощений.

*Ключевые слова:*

Эффективность сделок слияний и поглощений, CEO, M&A.

## Состав Совета директоров и эффективность сделок слияний и поглощений

Обобщенные исследования позволяют выдвинуть гипотезы, требующие дополнительной проверки на основе эмпирических исследований. По результатам анализа влияния размера Совета директоров на результативность сделок M&A<sup>22</sup>, А.Коласински и К.Ли пришли к выводу о том что меньший размер совета директоров позволяет заключать более эффективные сделки M&A [Kolasiński, Li 2013]. Как утверждают авторы статьи, больше «сильный» совет директоров (с большой долей независимых директоров) ослабляет самоуверенность менеджеров при совершении сделок M&A. К примеру, Н.Кэрлин придерживается схожей точки зрения в вопросе размера Совета директоров и доказывает отрицательное воздействие на операционную деятельность после проведения сделки поглощения [Carline, 2009]. В.Бен-Амар доказывает, что размер Совета директоров и прибыльность деятельности поглощающей фирмы в краткосрочной перспективе несовместимы [Ben-Amar, 2011]. Согласно мнению С.Баугеса и Мстиджмоллера, большой совет директоров положительно влияет на создание ценности при заключении сделки M&A [Bauguess and Stegemoller, 2008]. По результатам анализов, проведенных в России, можно сделать вывод о нелинейной (U-образной) зависимости между размером Совета директоров и результативностью сделок M&A. Этот вывод объясняется тем, что для компании более выгодно поддерживать минимальное количество членов Совета директоров согласно требованиям российского законодательства или расширять состав в случае необходимости ввиду специфичности деятельности компании [Беринец, Ильина, Черкасская 2013]. Идеи о максимальной численности Совета директоров в семь-восемь членов были выдвинуты М.Дженсоном [Jenson, 1993]. Как говорится в исследовании PricewaterhouseCoopers, размер совета директоров должен соответствовать потребностям бизнеса, быть достаточно большим для обеспечения непрерывности своей деятельности при изменении состава Совета Директоров и их комитета и не должен превышать его.

*Гипотеза №1: для поглощающих компаний существует нелинейный подход (U-образная связь) между размером Совета директоров и результативностью сделок M&A.*

## Независимые директора в совете и результативность сделок M&amp;A

Если мы рассмотрим роль независимых директоров в сделках M&A, то обратим внимание на тот факт, что они обычно лучше защищают интересы акционеров и имеют больше свободы при проверке главных управляющих фирмы [Patton Baker, 1987]. Независимые директора задают более сложные и глубокие вопросы на встречах Совета директоров, принимающие решения, которые улучшают благосостояние акционеров [Byrd, Nickman 1992]. В то же время они более реалистичны при оценке затрат и выгод будущей сделки. Так, в исследовании М.Хайварда и Д.Хембрика [Hayward Hambrick 1997], делается вывод о взаимосвязи между самоуверенностью генерального директора и размером его премии при слиянии и поглощении. Исследователи отметили, что взаимосвязь усиливается при менее эффективном функционировании Совета директоров: при большей доле сотрудников компании в Совете Директоров. Эта взаимосвязь раскрывается в следующем объяснении: самоуверенность управляющих приводит к формированию мнения, что их оценки выше оценок рынка. Это объясняет ее сущность. Именно по этой причине, возникает возможность совершения сделок не с экономической точки зрения [Roll 1986]. Если независимые директора обладают опытом работы в разных компаниях, они могут более точно оценить сделку и назначить соответствующий размер премии. Следует изучить влияние доли независимых директоров на работу фирмы с точки зрения доступности информации. Как только стоимость доступа к информации невелика, деятельность независимого директора улучшается; увеличение стоимости получения данных приводит также негативному влиянию дополнительных независимых

<sup>22</sup> Mergers and Acquisitions (слияния и поглощения)

директоров в совете на деятельность фирмы [Duchin et al. 2010]. Принимая во внимание информационный аспект, ряд авторов считают, что наличие большого количества связанных с деятельностью компании директоров благоприятно сказывается на благосостоянии акционеров, так как первые обеспечивают постоянное обсуждение между встречами совета [Harris, Shimizu, 2004]. Однако роли этих типов директоров различаются: главная задача независимых руководителей - мониторинг действий главного управляющего и его консультации по вопросам принятия решений; связанные с деятельностью компании директора определяют стратегию и передают всю информацию о фирме независимым директорам [Coles et al. 2008]. Неоспоримым становится то, что при таком распределении полномочий необходимо достичь баланса в доле независимых и связанных с деятельностью компании директоров совета [Baysinger and Hoskisson 1985]. Но несмотря на то, что независимые и связанные с деятельностью фирмы директора играют различные роли в работе компании. Роль первых членов совета остается значительной. Главный аргумент за увеличение доли независимых директоров в совете: более эффективный мониторинг действий CEO внешними директорами, который также способствует уменьшению самоуверенности главных управляющих [Byrd Hickman 1992; Hayward Hambrick, 1997; Masulis, Mobbs, 2011]. Сглаживайте агентскую проблему и улучшайте благосостояние акционеров [Brewer et al., 2000; Ben-Amar et al. 2007] Независимые директора положительно влияют на проведение сделок M&A. Поэтому гипотеза о позитивной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете и результативностью сделок M&A. Альтернативная связь.

*Гипотеза № 2: поглощающие компании имеют позитивную взаимосвязь между долей независимых директоров в совете директоров и результативностью сделок MA.*

Возраст членов Совета директоров и эффективность сделок M&A.

С учетом роли старшего поколения в контексте сделок M&A, стоит отметить что директора более старшего возраста ищут больше информации по интересующему их вопросу и уделяют внимание качеству такой информации [Muth, Donaldson, 1998]. Поэтому , директорами более старшего возраста следует думать самостоятельно и оценивать все риски будущих решений относительно проведения сделок M&A. Такие меры подготовки говорят о более высокой избыточной доходности для сделок, которые заключает Совет директоров с большим средним возрастом. В то же время некоторые члены Совета директоров более старшего возраста имеют ухудшение когнитивных способностей и менее склонны принимать более рискованные решения по сравнению с младшим поколением [Muth, Donaldson 1998]. 44 Причина сопротивления принять больший риск заключается в том, что карьера и материальное положение с возрастом становятся более важными для человека, так как повышается страх потерять их [Wiersema, Bantel 1992]. Однако избегая слишком рискованных решений, члены Совета директоров старших возрастов не будут принимать решения по поводу сделок M&A и их последствиях для стратегии развития компании. Согласно следующей гипотезе мы можем предположить, что опыт членов Совета директоров более старшего возраста при проведении сделок M&A перевешивает возможное ухудшение их когнитивных способностей. Ниже мы рассмотрим следующую теорию.

*Гипотеза №3: для поглощающих компаний имеет место положительная взаимосвязь между средним возрастом членов Совета директоров и результативностью сделок M&A.*

Занятость Совета директоров и результативность сделок M&A

Роль руководителей в процессе принятия решений по сделкам M&A была рассмотрена рядом исследователей. Авторы [Benson et al., 2014] изучили 54 сделки M&A с 1997 по 2008 год и пришли к выводу о том что результат этой операции зависит от категории директора компании. Одной из таких категорий является совмещение роли директора в поглощающей компании с ролью CEO в компании-мишени. Рассмотрим их подробнее. Как правило, премия в случае слияния таких компаний будет ниже из-за того, что директор такой категории заботится о благосостоянии своих акционеров. Занятые директора также рассматриваются как проводники знаний о бизнес практиках [Useem, 1984] и могут играть важную роль в сделках MA. При этом выяснилось [Haunschild 1993], что менеджеры компаний более склонны к инициированию сделок M&A с другими компаниями, в совете директоров которых они состоят. Реннебот и Зао [Renneboog, Zhao, 2014] доказывают важность работы директоров для поглощения компаний, которая увеличивает вероятность завершения сделки M&A и сокращает длительность переговоров. Так что есть как аргументы за присутствие занятого Совета директоров в организации, так и против. Первые в основном опираются на наличие опыта и связей у занятых директоров [Fama, Jensen, 1983; Jackling, Johl, 2009; Harris, Shimizu, 2004], тогда как главным аргументом последних выступает ограниченность времени, которой обладают занятые директора и которая понижает качество выполняемых ими решений [Lipton, Lorsh, 1992; Falato et al., 2014; Ferris et al, 2003; Ahn, Kim, 2010; Fich, Shivdasani, 2006]. Принимая во внимание то обстоятельство, что время – это более ценный и сложный ресурс по сравнению с другими видами ресурсов или связями в России. В данном исследовании принимается гипотеза о отрицательной взаимосвязи между занятым Советом директоров и результативностью сделок M&A.

*Гипотеза №4: для поглощающих компаний имеет место отрицательная взаимосвязь между занятостью Совета директоров и результативностью сделок M&A*

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Bauguess, S. (2008). Protective governance choices and the value of acquisition activity. Journal of Corporate Finance, vol. 14, N 2. – pp. 550–566.
2. Ben-Amar, W. (2012). CEO attributes, board composition, and acquirer value creation. Canadian Journal of Administrative

- Sciences, vol. 28, N 4 – pp. 480–492.
3. Mukherjee T, Kiyamaz T., H. Kent Baker, (2006). Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs, *Journal of applied*, vol. 4, no. 3, pp. 124-156.
  4. Benson B., Davidson W., Davidson T., Wang H. (2015). Do busy directors and CEOs shirk their responsibilities? Evidence from mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 55, pp. 1-19.
  5. Byrd J., Hickman K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), pp. 195-211
  6. Carline, N. (2009). Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance. *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, no. 10 , pp. 1829–1841.
  7. Coles, J. (2008). Boards: Does one size fit all. *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 2 – pp. 329–356.
  8. Duchin R., Matusaka J., Ozbas O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics*, vol. 96, no. 2, pp. 195–214.
  9. Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. (2014). Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics*, vol. 113, no. 2, pp 404-426.
  10. Fama E., Jensen M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp. 301–325.
  11. Ferris S., Jayaraman N. (2018). Better directors or distracted directors? An international analysis of busy boards. *Global Finance Journal*, vol. 44 <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.006>
  12. Harris, I.C. & Shimizu, K. (2004). Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies*, vol 41, no. 5, pp 775-798.
  13. Haunschild P. (1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative science quarterly*, vol 1, pp. 564-592.
  14. Hayward, M., Hambrick D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, no. 1, pp. 103–127.
  15. Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831–880.
  16. Kolasinski, A. (2013). Can strong boards and trading their own firm’s stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, no. 4, pp. 1173–1206.
  17. Lipton M., Lorsch J. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, vol. 48, no. 1, pp. 823–872.
  18. Muth M., Donaldson L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), pp. 5-28.
  19. Renneboog, L., Zhao, Y. (2014). Director networks and takeovers. *Journal of Corporate Finance*, vol. 28, pp. 218-234
  20. Wiersema M., Bantel K. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *The Academy of Management Journal*, vol. 35, no.1, pp. 91-121.

**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

## **ROLE OF THE BOARD OF DIRECTORS IN MERGERS AND ACQUISITIONS: MAIN HYPOTHESES**

*Abstract:*

The article presents a literature review of the main characteristics and their impact on the effectiveness of mergers and acquisitions.

*Keywords:*

Evaluation of the effectiveness of mergers and acquisitions, CEO, M&A.