

А.В. Козлов, Д.В. Тупикова

**ФАКТОРЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЦЕССОВ
СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ:
ИССЛЕДОВАНИЕ РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКИ**

A.V. Kozlov, D.V. Tupikova

**THE EFFICIENCY FACTORS OF MERGERS AND ACQUISITIONS:
A STUDY OF RUSSIAN PRACTICES**

Исследование посвящено идентификации факторов, влияющих на эффективность сделок слияний и поглощений. Предложено пять гипотез о результатах сделок и слияний на российском рынке. Разработана регрессивная модель определения эффективности на основе формулы краткосрочной эффективности. Информационной базой для поиска сделки и для построения уравнений послужили базы данных Thomson Reuters Advanced Analytics, а источником данных по котировкам акций компаний в течение недели до и после сделки – Yahoo Finance. На основе анализа баз данных выявлено 30 сделок слияний и поглощений, отвечающих сформулированным нами требованиям, которые были совершены в семи отраслях, характеризующихся различными уровнями концентрации. Предложена теоретическая модель расчета величины эффективности сделки, учитывающая высказанные гипотезы. На основе расчетов выявлены следующие факторы: чем больше сумма сделки, тем больше эффективность сделки слияний и поглощений для компании-приобретателя; участие крупного независимого консультанта положительно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений. Для целей учета отраслевой специфики, в частности, уровня концентрации, рассчитаны средние значения эффективности сделок слияний и поглощений для компаний-покупателей по отраслям. Приведен практический пример определения эффективности слияния на основе сделки двух ведущих производителей минеральных удобрений – ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит», объявленной в декабре 2010 г. Выделены ключевые факторы, повлиявшие на краткосрочную эффективность рассмотренной сделки. Разработан комплекс рекомендаций по повышению эффективности процесса слияний и поглощений для российских компаний.

СЛИЯНИЯ; ПОГЛОЩЕНИЯ; КОНЦЕНТРАЦИЯ В ОТРАСЛИ; ФАКТОРЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ; РЕГРЕССИОННАЯ МОДЕЛЬ ЭФФЕКТИВНОСТИ.

The article presents a study dedicated to identifying the factors influencing the efficiency of transactions on mergers and acquisitions. It suggests 5 hypotheses on the results of transactions on mergers and acquisitions on the Russian market. A regressive model of efficiency measurement was developed based on the short-term efficiency model. The Thomson Reuters Advanced Analytics databases were used as an information base for finding transactions and constructing equations. Yahoo Finance was used as the data source on the companies' stock quotations during a week before and after the transaction. Based on data analysis, 30 high-standard merger and acquisition transactions were reported; they were performed in seven different sectors with various concentration measures. Based on the mentioned hypotheses, a theoretical model for calculating the transaction efficiency values was offered. The following factors were discovered: the larger transaction value, the greater merger and acquisition transaction efficiency for the buying company. Collaboration with an independent outside advisor of a major audit company will have a positive social return as well. In order to account for sector specifics, e.g., concentration ratios, average values of merger and acquisition transaction efficiency were calculated (by sectors). There is a case study on the efficiency measurement of the transaction between the two leading mineral fertilizer producers (Uralkaliy JSC and Silvinit JSC, which was declared in December, 2010). The key factors, which influenced the transaction's short-term efficiency, were defined. Recommendations for increasing merger and acquisition transaction efficiency were developed for Russian companies.

MERGERS; ACQUISITIONS; CONCENTRATION IN THE INDUSTRY; EFFICIENCY FACTORS OF MERGERS AND ACQUISITIONS; REGRESSION MODEL OF EFFICIENCY.

Введение. В течение последних 30 лет на мировых промышленных рынках происходят важные изменения, среди которых доминирующими являются глобализация спроса и предложения, рост конкуренции и внедрение новых информационных технологий в управление компаниями.

Приспосабливаясь к росту конкуренции на глобальных рынках, компании стали придавать значение формированию и поддержанию специфических форм совместной организации экономической деятельности. Межфирменное сотрудничество в современной экономике стало основой генерирования знаний, развития инноваций, роста конкурентоспособности компаний, основанной на долгосрочных взаимоотношениях с бизнес-партнерами.

Ключевым инструментом межфирменной интеграции сегодня выступают сделки слияния и поглощения — наиболее часто используемый метод роста компании в XXI в. Слияния и поглощения превратились в важнейшую составляющую деятельности предпринимательских структур, поэтому их детальное исследование позволит существенно повысить эффективность использования данного инструмента в предпринимательской деятельности.

Сделки по слияниям и поглощениям оказывают глобальное воздействие на мировую экономику и на экономику отдельных стран. Укрупнение бизнеса делает его более влиятельным. Соответственно, возникает проблема регулирования и контроля не только со стороны национальных правительств, но и со стороны международных экономических организаций. Процесс слияний и поглощений уже несколько десятилетий находится в центре многих исследований в области управления. Чаще подобные сделки рассматриваются компаниями как эффективный и быстрый способ расширить свое присутствие на новых рынках, усилить свое влияние. Однако эмпирические исследования показывают, что большинство проектов не достигают своих целей, 61 % всех подобных сделок не окупают вложенных в них инвестиций, а 57 % вновь образованных компаний отстают по показателям от аналогичных фирм-конкурентов и вынуждены разделяться на самостоятельные бизнесы [5, с. 446]. Однако ру-

ководители продолжают совершать подобные сделки, причем в существенных масштабах как в количественном, так и в денежном выражении. Это говорит о том, что система анализа ключевых финансовых показателей при принятии решений менеджмента, а также вся система корпоративного управления в случае сделок слияний и поглощений может работать недостаточно эффективно.

Необходимость проведения сделок по слиянию и поглощению компаний в результате изменений на внешнем рынке, с одной стороны, и их низкая эффективность — с другой, обуславливают актуальность данного исследования.

Объектом исследования в данной работе является российский рынок сделок слияний и поглощений на период 2009–2013 гг. Цель исследования — выявить факторы, влияющие на эффективность сделок слияний и поглощений, с помощью интегрированного подхода к оценке эффективности и разработать комплекс рекомендаций по повышению эффективности процесса слияний и поглощений для российских компаний.

Обзор существующих исследований. Существуют различные подходы к определению эффективности сделок по слиянию и поглощению, описанные в [4, 11, 18]. Во-первых, отличаются формулировки понятия «эффективность сделки». Классическое понятие «экономическая эффективность единовременных вложений», сформулированное В.В. Новожиловым, представляет собой «отношение полезного эффекта (результата) к затратам на его получение» [8]. На этой основе базируется большинство разработок, в частности [1]. А.Ю. Ряполов также приходит к идее предпочтительного использования подходов, основанных на соотношении затрат и результатов [11]. Однако А.А. Сокольский считает, что не только экономические показатели следует учитывать при оценке эффективности, поскольку, по его мнению, «экономическая эффективность в сделках M&A представляет собой результат преобразования системы, основанный на расчете заранее определенной совокупности показателей либо обусловленный достижением иных критериев, установленных группой лиц, которые приняли решение о проведении сделки» [13, с. 152].

Во-вторых, подходы отличаются использованием различных показателей для оценки полученного эффекта, что во многом определяет – кто или, точнее, для кого рассчитывается эффективность сделки. Большинство ученых разделяют мнение, что наиболее обоснованным является использование показателя стоимости компании, причем в [1, 13] утверждается, что стоимость лучше всего рассчитывать на основе дисконтированного денежного потока. Ряд ученых разделяют точку зрения, что следует определять результат приростом стоимости акций компании [14].

Интегральный подход к выбору показателей, отражающих результат сделки, предлагается в [3, 12]. Я.В. Савченко и М.Н. Григорьев составили алгоритм расчета эффективности слияний и поглощений, включающий расчет финансовых показателей, учет дисконтированных денежных потоков и доходности акций [12, с. 84]. М.В. Джиоев предлагает систему показателей, отражающих как дивидендную доходность акций, так и коэффициенты, рассчитанные на основе баланса [3, с. 99–100].

В-третьих, подходы различаются горизонтом расчета. Выделяют оценку краткосрочного и долгосрочного эффекта от сделки.

Самым распространенным в научной литературе методом анализа эффективности сделок М&А принято считать *метод оценки изменений доходности акций на краткосрочном интервале*. Популярность такого подхода легко объясняется, поскольку данные для анализа относительно доступны по всем публичным компаниям. В основе данного исследования, ориентированного на краткосрочную перспективу, лежит методология окна событий (*event study*).

Метод доходности акций в краткосрочном периоде подвергается особой критике со стороны части исследователей.

В своих трудах экономист S. Sudarsanam обнаружил, что когда оценивается эффективность через краткосрочные показатели котировок акций, оценивается не фактическая эффективность, а ожидания участников рынка относительно эффективности данной сделки [19].

В трудах R. Larsson, S. Finkelstein доказано, что в процессе оценки доходности акций компаний не учитываются факторы, которые

способны повлиять на эффективность сделок. Например, реакция персонала компаний и уровень операционной интеграции [16].

Вместе с исследованиями по краткосрочным временным интервалам, широко используется *анализ изменения доходности акций на долгосрочном временном интервале*, что требует наличия длительных рядов данных [17].

В своих трудах S. Sudarsanam и A.A. Mahate обнаружили значимую отрицательную CAR для половины из сделок, рассмотренных ими в [20]. В результате анализа 611 сделок они пришли к выводу, что сделки слияний и поглощений не создают стоимость в долгосрочном периоде. Модели, используемые для оценки CAR на достаточно длительном промежутке времени, не одобряются исследователями ввиду низкой статистической значимости [20].

Несмотря на большое многообразие методов оценки эффективности слияний и поглощений, в каждом есть множество недостатков и ограничений, и поэтому нет единого мнения об одном приоритетном и универсальном методе.

Появляется необходимость интегрированного подхода к анализу эффективности, когда есть возможность использовать несколько методик одновременно, что позволит преодолеть недостатки одной методики за счет достоинств другой. Например, для того чтобы проанализировать реакцию рынка на объявление о сделке, следует рассчитать разницу между приростом цены акции компании-покупателя за неделю до и после объявления о сделке и приростом рыночного индекса в этот же промежуток времени. Данный способ подсчета представляет собой аналог метода событий, который направлен на исследование краткосрочной реакции рынка на сделку слияния и поглощения. Затем для анализа более долгосрочной эффективности сделки следует задействовать показатель рентабельности продаж по прибыли до вычета процентов, амортизации и налогов (EBITDA). Анализ финансовой отчетности предполагает сравнение показателей эффективности отдельных бизнесов до интеграции с аналогичными показателями интегрированных компаний двумя годами позже. Предыдущие исследования показывают [15], что зависимость между аномальной доходностью



и рентабельностью по EBITDA есть. Изменение доходности акций довольно точно предсказывает долгосрочную экономическую целесообразность сделки. В частности, если после появления информации о сделке стоимость акций приобретаемой компании растет, то, как правило, в долгосрочном периоде подобная сделка также окажется эффективной.

Поэтому именно интегрированный подход к оценке эффективности процессов слияний и поглощений был использован для дальнейших исследований в работе. А для того, чтобы оценить эффективность подобных сделок в условиях российской практики, немаловажно оценить отраслевую специфику, а точнее проанализировать связь эффективности сделок с концентрацией в отраслях.

Методика исследования. Методологической базой исследования послужили как количественные, так и качественные методы. К качественным методам можно отнести контентный анализ, метод синтеза, методы сравнения и аналогий. Использованный для идентификации факторов, влияющих на эффективность сделок, регрессионный анализ относится к количественным методам.

При этом, используя количественные методы, можно проверить гипотезы относительно факторов эффективности сделок слияний и поглощений, используя метод событий, можно рассчитать эффективность сделок и проанализировать связь эффективности с концентрацией в отраслях.

На основании анализа российского и зарубежного рынка слияний и поглощений, выдвигаются следующие гипотезы.

Гипотеза 1. С увеличением суммы сделки ее эффективность сокращается. *Гипотеза 1а.* С увеличением суммы сделки ее эффективность увеличивается.

Крупные сделки могут привести к значительному отклонению от изначально выбранных путей развития бизнеса и стратегических целей, что накладывает значительные риски на компанию-покупателя. Сложности, связанные с крупными сделками слияний и поглощений, включают в себя дополнительные финансовые и временные затраты на интеграцию компаний, которая, оказавшись неудачной, способна полечь за собой суще-

ственные экономические проблемы в функционировании предприятия. В ходе же небольших сделок проще провести комплексную подготовку и мобилизовать ресурсы, необходимые для реализации сложного интеграционного процесса.

В то же время крупные сделки могут оказать положительное влияние на эффективность слияний и поглощений. В связи с этим в качестве альтернативной гипотезы можно выдвинуть гипотезу о положительном влиянии размера сделки на эффективность сделок слияний и поглощений.

Гипотеза 2. Сделки слияний и поглощений между компаниями из разных отраслей менее эффективны, чем внутриотраслевые сделки в России.

Сложность интеграции может возникнуть и тогда, когда компании, являющиеся сторонами в сделке слияний и поглощений, принадлежат к разным отраслям. Многие игроки стараются избегать поглощений неродственных компаний, стараются отыскивать в компаниях-целях «связующие нити», которые могут заключаться в сходных продуктах, технологиях или процессах [9].

Гипотеза 3. Чем больше доля акций компании-цели, приобретаемая компанией, тем более эффективна сделка в России.

Доля акций компании-цели, которой владеет компания-покупатель, определяет уровень приобретаемого контроля. Необходимость в определении степени контроля возникает при наличии нескольких собственников. При наличии единственного собственника (100 %) либо при приобретении всего имущественного комплекса речь идет о полном корпоративном контроле, при наличии нескольких собственников компании – о частичном корпоративном контроле.

Частичный контроль в свою очередь имеет несколько форм в зависимости от уровня влияния собственников на принятие решений относительно деятельности компании [2, с. 46]. Доминирующий – преобладающий частичный контроль дает право на определение решений, принимаемых собственниками (от 75 до 100 % доли в УК).

Уровень приобретаемого контроля определяет способность компании влиять на деятельность предприятия, а следовательно, мо-

жет оказать влияние и на эффективность сделки слияния или поглощения. Можно предположить, что больший контроль связан с большей эффективностью сделки [10].

Гипотеза 4. Участие крупного независимо консультанта при осуществлении сделки повышает эффективность сделки в России.

Для реализации крупных сделок слияний и поглощений компании часто привлекают независимых консультантов, которые оказывают целый спектр услуг, в том числе финансовое сопровождение сделок, аналитические услуги, планирование и организацию процессов интеграции компаний – сторон сделки и др. Можно предположить, что участие крупного независимого консультанта при осуществлении сделки может помочь компаниям получить от сделок большую отдачу благодаря более глубокой подготовке и тщательному контролю процесса подготовки к сделке и последующим организационным изменениям [6].

Гипотеза 5. Существуют систематические различия в степени эффективности сделок слияний и поглощений в различных отраслях.

В некоторых отраслях сделки оказываются более доходными, чем в других. Одна из причин, определяющих возможность получения выгоды от сделки, связана с тем, насколько та или иная сфера предрасположена к росту. Проведенный анализ демонстрирует широкий разброс показателей потенциальной прибыльности между различными индустриями – от среднего совокупного акционерного дохода 25 % в банковском секторе и на рынке капиталов до обескураживающих отрицательных 23 % в рознице и сфере услуг.

Учитывая результаты исследования [15, с. 32], можно считать, что с помощью проведения анализа реакции рынка на объявление о сделке можно сделать выводы не только о краткосрочной эффективности сделки, но и достаточно точно предсказать долгосрочную целесообразность сделки. Хотя нельзя не от-

метить, что индивидуальные результаты могут значительно отличаться от средних оценок.

Регрессионная модель слияний и поглощений

Расчет эффективности сделки осуществлялся по следующей формуле [15, с. 21], представленной на рис. 1 в текстовой форме.

Реакция рынка на появление информации о конкретной сделке определяется относительно динамики рынка в целом. Для расчета краткосрочной эффективности сделки мы рассматриваем динамику котировок компаний в промежутке за неделю до и после первого сообщения о сделке.

В связи с тем, что в работе используется метод, предполагающий изучение реакции рынка на объявление о сделке (сравнение средней цены акции за неделю до и после сделки), для анализа выбраны сделки слияний и поглощений, в которых в качестве компании-приобретателя выступала российская публичная компания, акции которой котируются на бирже.

Период, во время которого анализируются сделки (2010–2013 гг.), обусловлен ростом числа сделок в посткризисное время, а также интересом исследователей в изучении последних рыночных тенденций в сфере слияний и поглощений.

Поиск сделок осуществлялся в базе данных Thomson Reuters Advanced Analytics. Необходимым условием включения сделки в выборку, кроме того, что компания-приобретатель должна быть публичной российской компанией, была открытость информации о сумме сделки.

Источник данных по котировкам акций компаний в течение недели до и после сделки – Yahoo Finance [22].

Результаты исследования. Всего выявлено 30 сделок слияний и поглощений, отвечающих данным требованиям. Сделки совершены в семи отраслях, характеризующихся различными уровнями концентрации.

$$\text{Краткосрочная эффективность сделки (или сверхдоходность)} = \left(\frac{\text{Средняя цена акции в течение 7 дней после сделки} - \text{Средняя цена акций в течение 7 дней до сделки}}{\text{Средняя цена акции в течение 7 дней до сделки}} - \left(\frac{\text{Среднее значение РТС в течение 7 дней после сделки} - \text{Среднее значение РТС в течение 7 дней до сделки}}{\text{Среднее значение РТС в течение 7 дней до сделки}} \right) \cdot 100\%$$

Рис. 1. Формула расчета краткосрочной эффективности сделки

Таблица 1

Характеристика отраслей по уровню концентрации и количеству совершенных публичными компаниями сделок [2]

Отрасль	Уровень концентрации	Количество сделок с участием компаний, принадлежащих отрасли	
		компании-покупатели	компании-цели
Энергетический сектор	Высокая	11	7
Финансовый сектор	Низкая	5	3
Сектор высоких технологий	Высокая	8	–
Переработка и производство	Низкая	1	2
Добывающий сектор	Низкая	2	6
Недвижимость и строительство	Низкая	–	1
Телекоммуникации	Высокая	3	11

Примечание. Используется классификация отраслей, задействованная в базе данных Thomson Reuters Advanced Analytics. Рассматриваемые отрасли, скорее, представляют собой укрупненные сектора и не совпадают с официальной отраслевой классификацией, используемой российскими государственными органами. В связи с этим, для характеристики уровня концентрации вместо точных значений индексов концентрации в рассматриваемых секторах используются относительные значения показателей концентрации, рассчитанные в [2].

Уровень концентрации в рассматриваемых отраслях определялся на основании индекса Херфиндаля–Хиршмана (ННІ), который используется для оценки степени монополизации отрасли и вычисляется как сумма квадратов долей продаж каждой фирмы в отрасли. По значениям индексов Херфиндаля–Хиршмана выделяется три типа рынка:

I тип – высококонцентрированные рынки – при $1800 < \text{ННІ} < 10000$;

II тип – умеренноконцентрированные рынки – при $1000 < \text{ННІ} < 1800$;

III тип – низкоконцентрированные рынки – при $\text{ННІ} < 1000$.

Здесь в целях упрощения анализа уровень концентрации в секторе, или отрасли, будет характеризоваться лишь как высокий или низкий (без выделения умеренно концентрированных значений), при этом отрасль будет отнесена к высококонцентрированным, если показатель принимает значение $1800 < \text{ННІ} < 10000$, т. е. по индексу Херфиндаля–Хиршмана относится к I типу, и к низкоконцентрированным, если показатель принимает значение $1000 < \text{ННІ} < 1800$, или $\text{ННІ} < 1000$, т. е. по индексу Херфиндаля–Хиршмана относится к II или III типу (табл. 1 и рис. 2).

Из табл. 1 видим, что высокий уровень концентрации наблюдается в энергетическом секторе и секторе высоких технологий, а также в сфере телекоммуникаций. В свою очередь, низкая концентрация наблюдается в финансовом, производственном и добывающем секторах, а также в секторе недвижимости и строительства.

Из рис. 2 видим, что эффективность сделок слияний и поглощений в высококонцентрированных секторах (энергетический сектор, сектор телекоммуникаций и сектор высоких технологий) в среднем меньше, чем эффективность сделок в секторах, где уровень концентрации меньше (переработка и производство, финансовый сектор и добывающий сектор).

Более того, в высококонцентрированных энергетическом секторе и секторе телекоммуникаций наблюдаются ярко выраженные отрицательные значения эффективности. Отрицательные значения показателей концентрации в секторе высоких технологий значительно ниже нуля.

Также на рисунке представлено среднее значение эффективности по всей выборке. Соответственно, значение эффективности в секторе высоких технологий выше среднего показателя по выборке, несмотря на то, что он ниже нуля.

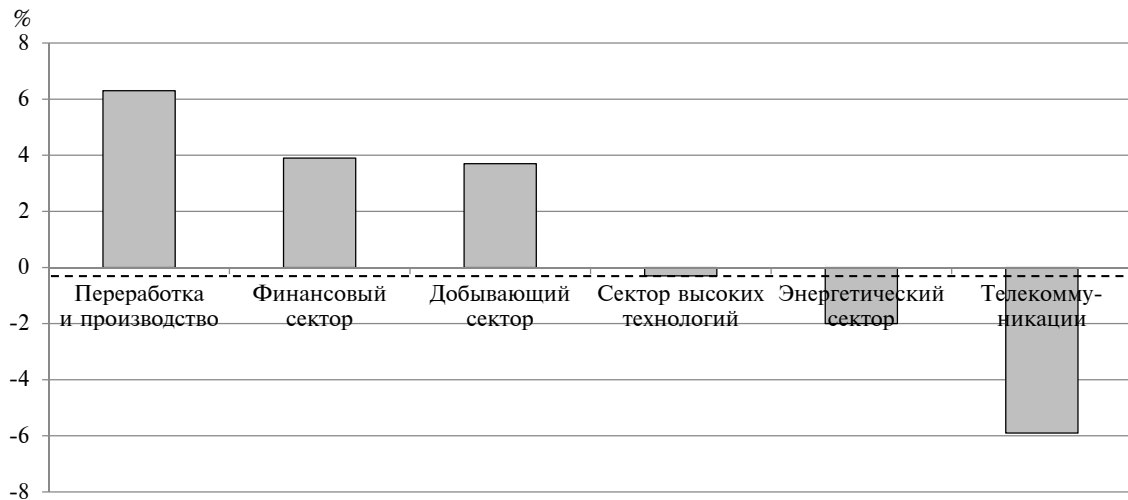


Рис. 2. Среднее значение эффективности сделок слияний и поглощений для компаний-покупателей по отраслям [21]

(---) – среднее значение по выборке (-0,3 %)

Построение регрессионной модели обусловлено необходимостью тестирования следующих гипотез:

1. С увеличением суммы сделки ее эффективность сокращается.
2. Сделки слияний и поглощений между компаниями из разных отраслей менее эффективны, чем внутриотраслевые сделки в России.
3. Чем больше доля акций компании-цели, приобретаемая компанией, тем более эффективна сделка в России.
4. Участие крупного независимого консультанта при осуществлении сделки повышает эффективность сделки в России.
5. Существуют систематические различия в степени эффективности сделок слияний и поглощений в различных отраслях.

Теоретическая модель, построенная на основании данных гипотез, имеет следующий вид:

$$Y = C + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha_5 X_5 + e,$$

где Y – эффективность сделки; C – константа; X_1 – сумма сделки; X_2 – принадлежность компаний к одной отрасли; X_3 – доля акций компании-цели, приобретаемая компанией-покупателем; X_4 – участие независимого консультанта при осуществлении сделки; X_5 – отраслевая специфика (коэффициент концен-

трации отрасли или иная отличительная особенность отрасли); $\alpha_1 - \alpha_7$ – коэффициенты; e – случайная ошибка.

Анализ данных осуществлялся с помощью эконометрического пакета Stata 12. Цель эконометрического анализа – эмпирически проверить выполнимость обозначенных гипотез, касающихся эффективности сделок слияний и поглощений по отраслям с возможностью последующей разработки рекомендаций.

На основании полученной спецификации можно заключить, что значимыми коэффициентами на десятипроцентном уровне значимости являются лишь коэффициенты при переменных *ent_value*, *EBITDA* и *consult*, а также коэффициент при константе уравнения ($P\text{-value} < 0,1$). Коэффициенты при переменных *same_ind*, *shares_acq* и *lowconcentr_both* не являются значимыми на 1, 5 и 10 % уровнях значимости ($P\text{-value} > 0,1$), следовательно, их невозможно интерпретировать (представляется невозможным ни опровергнуть, ни принять гипотезы 2, 3 и 5). Для того чтобы определить, являются ли значимыми оцененные коэффициенты, необходимо сравнить полученные показатели $P\text{-value}$ с уровнем значимости 0,1. Если $P\text{-value} < 0,1$, то коэффициент считается значимым, если $P\text{-value} > 0,1$, то коэффициент считается незначимым на десятипроцентном уровне значимости.

Знак коэффициентов, полученных в рамках построенной модели, свидетельствует:

1) чем больше сумма сделки, тем больше эффективность сделки слияний и поглощений для компании-приобретателя, поскольку коэффициент при переменной *ent_value_EBITDA* равен 0,005 (положительный). Подобный результат свидетельствует о принятии альтернативной гипотезы 1а и отвержении основной гипотезы 1;

2) участие крупного независимого консультанта положительно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений, поскольку коэффициент при переменной *consult* равен 0,11 (положительный). Подобный результат свидетельствует о принятии гипотезы 4.

Значение константы, равное в данной модели $-0,15$, показывает прогнозируемое значение зависимой переменной *eff* (эффективность сделки), если все независимые переменные равны нулю. Стоит отметить, что переменная *ent_value_EBITDA* не может быть равна нулю, поэтому смысловая интерпретация константы в данной модели представляется невозможной. Константа включена в модель в целях улучшения качества модели: коэффициент детерминации у модели с константой больше, чем коэффициент детерминации у модели без константы.

В качестве примера в исследовании была рассмотрена сделка двух ведущих производителей минеральных удобрений – ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит». По информации, опубликованной на портале РБК (РБК. «Уралкалий» и «Сильвинит» завершили слияние компаний. 16 июня 2012), сделка была объявлена в декабре 2010 г., в течение года она была одобрена советами директоров и акционерами обеих компаний, а также Федеральной антимонопольной службой (ФАС) РФ и аналогичными органами Украины, Китая, Бразилии и Польши. Компании завершили сделку по объединению компаний в июне 2011 г. В результате сделки ОАО «Сильвинит» прекратил свое существование как отдельная компания, полностью растворившись в акционерной структуре ОАО «Уралкалий». В результате слияния на рынке был создан новый гигант – второй по величине производитель калия в мире (после канадской Potash). Более подробная информация по сделке представлена в табл. 2.

Таблица 2

**Характеристика сделки слияния компаний
ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит»**

Характеристика и описание сделки
Краткосрочная эффективность сделки – 4,3 %.
Размер сделки: стоимость предприятия/EBITDA = 17,5; объем сделки = 27,4 млрд долл. (капитализация объединенной компании)
Компании-консультанты проекта – ВТБ Капитал и Goldman Sachs
Доля объединенной компании на рынке – около 20 % мирового рынка (первая компания по объемам производства и продаж), включая 100 % российского рынка
Информационное сопровождение сделки: создание специального сайта сделки; раскрытие всех сообщений о ходе сделки на лентах RNS и «Интерфакс»; инициирование ряда положительных публикаций в ключевых федеральных и зарубежных СМИ – Ведомости, Коммерсантъ, Financial Times, Россия-24, CNBC, Bloomberg TV и т. д.

Примечание. Показатель «стоимость предприятия/EBITDA» использован в качестве показателя размера сделки в регрессионной модели.

Сделка ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит» может рассматриваться как удачная с точки зрения краткосрочной эффективности, поскольку ее краткосрочная эффективность (4,3 %) выше, чем средняя эффективность сделок, относящихся к добывающему сектору (3,8 %), и во много раз больше, чем средняя эффективность по всей выборке рассматриваемых компаний ($-0,3$ %) (см. рис. 2). В данной сделке участвовали несколько крупных консультантов (ВТБ Капитал и Goldman Sachs), а размер сделки, измеренный как стоимость предприятия/EBITDA (17,5), существенно превышает среднее выборочное значение показателя «стоимость предприятия/EBITDA» (10,4). Согласно модели, данные факторы (высокое значение понятия «стоимость предприятия/EBITDA» и участие независимых консультантов) способствуют повышению краткосрочной эффективности сделки, соответственно, в случае сделки компаний ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит» предсказанные моделью результаты подтверждаются. Кроме того, обе

компания принадлежат к одной отрасли и занимаются производством минеральных удобрений, что также могло оказать положительное влияние на эффективность сделки. Хотя данная гипотеза и не нашла здесь подтверждения из-за незначимости полученного коэффициента при переменной, характеризующей принадлежность компаний к одной отрасли, одна не может быть и опровергнута. Также можно выделить и другие факторы, повлиявшие на краткосрочную эффективность сделки. Это:

1) аффилированность компаний-участников сделки. Поскольку ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит» работали как единая компания до 1983 г., их мощности расположены в непосредственной близости друг от друга. Данное обстоятельство является очередным аргументом в пользу синергетического эффекта от слияния компаний;

2) благоприятная рыночная конъюнктура. Можно предположить влияние благоприятной рыночной конъюнктуры на эффективность сделки, а именно, восстановление цен на удобрения в 2010–2011 г. после резкого падения в 2008 г. и растущий спрос на удобрения со стороны Китая;

3) грамотная информационная поддержка и прозрачность сделки. Сделка была широко анонсирована в ключевых информационных ресурсах, а также отличалась своей прозрачностью, отсутствием рейдерских методов и соблюдением деловой этики. Данные факторы успеха сделки могли быть во многом обусловлены участием консультантов в сделке, которые поддерживали процессы совершения сделки на должном уровне.

Стоит также отметить, что проведенный эконометрический анализ имеет ряд ограничений, в частности небольшую выборку компаний. В дальнейшем, при возможности доступа к более серьезным базам данных, следует увеличить выборку. С учетом существующих ограничений данного анализа можно заключить, что несмотря на способность статистических методов находить определенные общие закономерности, необходимо осуществление глубокого анализа каждой сделки слияния и поглощения для определения ее эффективности как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе.

Рекомендации по совершению сделок слияний и поглощений с целью увеличения их краткосрочной эффективности. Положительное влияние размера сделки на эффективность сделок слияний и поглощений для компаний-покупателей в данном исследовании может быть объяснено следующим образом: компании, которые оценены рынком относительно высоко, являются эффективными, соответственно их приобретение положительно сказывается на деятельности компании-покупателя и положительно оценивается рынком, в то время как компании с низкой стоимостью являются неэффективными, а следовательно, несут в себе некоторые риски для компании-покупателя. Как правило, невысокое значение отношения стоимости предприятия к EBITDA на момент анонсирования сделки может означать, что предприятие недооценено и многие компании рассматривают подобные предприятия как выгодные для приобретения, поскольку полагают, что подобные компании могут подняться в стоимости в будущем. Однако на основании анализа можно заключить, что приобретение дешевых компаний не всегда способно принести компании выгоды и повысить эффективность компании, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. Согласно проведенному анализу привлечение независимых консультантов способствует повышению эффективности сделок. Данное наблюдение вовсе не означает, что именно факт привлечения консультантов является необходимым способом повышения эффективности сделок. Повысить эффективность сделки можно и не привлекая дорогостоящие консультационные агентства, но самостоятельно применяя практики, которые используют консультанты в своей работе. Согласно анализу сделки ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит» можно отметить, что важную роль при осуществлении сделки могут играть и такие факторы, как степень родства, или аффилированности, компаний-участников сделки, благоприятная рыночная конъюнктура, а также грамотная информационная поддержка и прозрачность сделки.

Выводы. Итак, в ходе работы представлена целостная концепция эффективности слияний и поглощений, имеющая в условиях рыночной экономики не только научное, но и практическое значение:



– исследования проведены на уникальной выборке из 30-ти сделок, выявленных через определенную классификацию;

– для анализа использованы данные о сделках наиболее позднего периода (с 2009 по 2013 гг.);

– выбранный период является посткризисным, что повышает значимость результатов, полученных в ходе данного исследования.

В результате выявлена взаимозависимость суммы сделки и ее эффективности, а также подтверждена гипотеза о положительном влиянии участия крупного независимо-

го консультанта при совершении подобных сделок.

Полученные результаты могут служить инструментом для практического анализа сделок, а также позволят акционерам компаний контролировать целесообразность интеграционного процесса.

Статья/монография подготовлена на основе научных исследований, выполненных при финансовой поддержке Российского научного фонда (проект № 14-38-00009). Программно-целевое управление комплексным развитием Арктической зоны РФ. Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. **Белякова А.А., Князева Е.О.** Слияние и поглощение как проект развития: оценка эффективности // Экономика. Бизнес. Банки. 2014. Т. 3. С. 245–257.
2. **Голованова С.В., Цыцулина Д.В.** Российская волна слияний и поглощений на фоне мировых трендов: тенденции и факторы // Современная конкуренция. 2013. № 5(41).
3. **Джиоев М.В.** Совершенствование системы показателей экономического анализа М&А // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 5. С. 98–100.
4. **Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е.** Экономический анализ слияний/поглощений компаний : научное издание М.: КНОРУС, 2013. 438 с.
5. КПМГ. Рынок слияний и поглощений в России в 2012 году // КПМГ в России и за рубежом. Февраль 2013. URL: https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_MA_2r%202013.pdf
6. **Криничанский К.В.** Рынок слияний и поглощений как среда реализации функции стимулирования предпринимателей и менеджеров // Менеджмент в России и за рубежом. 2007. № 3. С. 43–56.
7. **Молчанова Е.В.** Применение методов математической статистики для исследования медико-демографических процессов в регионах России // Применение многомерного статистического анализа в экономике и оценке качества : матер. X Междунар. научн. конф. М.: ВШЭ, 2014.
8. **Новожилов В.В.** Проблемы измерения затрат и результатов при оптимальном планировании. М., 1967.
9. **Поликарпова М.Г.** Этапы и особенности развития российского рынка слияний и поглощений // Молодой ученый. 2014. № 3. С. 505–507.
10. **Поликарпова М.** Эконометрический анализ российского рынка слияний и поглощений. М.: Litres, 2013.
11. **Ряполов А.Ю.** Экономическая эффективность при слияниях и поглощениях // Международный технико-экономический журнал. 2010. № 3. С. 46–50.
12. **Савченко Я.В., Григорьев М.Н.** Методический подход к оценке экономической эффективности сделок слияний и поглощений // Известия Уральского государственного экономического университета. 2013. № 1(45). С. 82–88.
13. **Сокольский А.А.** Синергетический эффект в сделках слияния и поглощения. Научно-исследовательский финансовый институт // Финансовый журнал. 2011. № 4. С. 151–160.
14. **Тупикова Д.В., Богданова Т.А.** Методика учета рисков отраслевой консолидации при разработке экономической стратегии предприятия // Труды СПбГТУ. 2012. № 514. С. 123–126.
15. **Хусаинов З.И.** Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика // Корпоративные финансы. 2008. № 1(5). С. 12–33.
16. **Larsson R., Finkelstein S.** Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization // Organization Science, 1999, vol. 10, no. 1, pp. 1–26.
17. **Puranam P., Singh H., Zollo M.** Organizing for innovation: Managing the coordination-autonomy dilemma in technology acquisitions // Academy of Management Journal, 2006, vol. 49, no. 2, pp. 263–280.
18. **Reed S.F., Lajoux A.** The Art of M&A, A Merger Acquisition Buyout Guide/Fourth Edition, McGraw Hill, 2007. 658 p.
19. **Sudarsanam S.** Creating value from mergers and acquisitions: the challenges: an integrated and international perspective. Pearson Education, 2003.
20. **Sudarsanam S., Mahate A.A.** Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers // British Journal of Management, 2006, vol. 17, no. S1, pp. S7–S30.
21. Thomson Reuters Advanced Analytics: база данных. URL: <http://thomsonreuters.com>
22. Провайдер финансовой информации: Yahoo Finance. URL: <http://finance.yahoo.com/>

REFERENCES

1. **Beliakova A.A., Kniazeva E.O.** Sliianie i pogloshchenie kak proekt razvitiia: otsenka effektivnosti. *Ekonomika. Biznes. Banki*. 2014. T. 3. S. 245–257. (rus)
2. **Golovanova S.V., Tsytsulina D.V.** Rossiiskaia volna sliianii i pogloshchenii na fone mirovykh trendov: tendentsii i faktory. *Sovremennaia konkurentsia*. 2013. № 5(41). (rus)
3. **Dzhioev M.V.** Sovershenstvovanie sistemy pokazatelei ekonomicheskogo analiza M&A. *Effektivnoe antikrizisnoe upravlenie*. 2011. № 5. S. 98–100. (rus)
4. **Endovitskii D.A., Soboleva V.E.** Ekonomicheskii analiz sliianii/pogloshchenii kompanii : nauchnoe izdanie M.: KNORUS, 2013. 438 s. (rus)
5. KPMG. Rynok sliianii i pogloshchenii v Rossii v 2012 godu. *KPMG v Rossii i za rubezhom*. Fevral' 2013. URL: https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_MA_2r%202013.pdf (rus)
6. **Krinichanskii K.V.** Rynok sliianii i pogloshchenii kak sreda realizatsii funktsii stimulirovaniia predprinimatelei i menedzherov. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom*. 2007. № 3. S. 43–56. (rus)
7. **Molchanova E.V.** Primenenie metodov matematicheskoi statistiki dlia issledovaniia mediko-demograficheskikh protsessov v regionakh Rossii. *Primenenie mnogomernogo statisticheskogo analiza v ekonomike i otsenke kachestva* : mater. X Mezhdunar. nauchn. konf. M.: VShE, 2014. (rus)
8. **Novozhilov V.V.** Problemy izmereniia zatrat i rezul'tatov pri optimal'nom planirovanii. M., 1967. (rus)
9. **Polikarpova M.G.** Etapy i osobennosti razvitiia rossiiskogo rynka sliianii i pogloshchenii. *Molodoi uchenyi*. 2014. № 3. S. 505–507. (rus)
10. **Polikarpova M.** Ekonometricheskii analiz rossiiskogo rynka sliianii i pogloshchenii. M.: Litres, 2013. (rus)
11. **Riapolov A.Iu.** Ekonomicheskaiia effektivnost' pri sliianiiakh i pogloshcheniiakh. *Mezhdunarodnyi tekhniko-ekonomicheskii zhurnal*. 2010. № 3. S. 46–50. (rus)
12. **Savchenko Ia.V., Grigor'ev M.N.** Metodicheskii podkhod k otsenke ekonomicheskoi effektivnosti sdelok sliianii i pogloshchenii. *Izvestiia Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*. 2013. № 1(45). S. 82–88. (rus)
13. **Sokol'skii A.A.** Sinergeticheskii effekt v sdelkakh sliianii i pogloshchenii. Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. *Finansovyi zhurnal*. 2011. № 4. S. 151–160. (rus)
14. **Tupikova D.V., Bogdanova T.A.** Metodika ucheta riskov otraslevoi konsolidatsii pri razrabotke ekonomicheskoi strategii predpriatiia. *Trudy SPbGTU*. 2012. № 514. S. 123–126. (rus)
15. **Khusainov Z.I.** Otsenka effektivnosti sdelok sliianii i pogloshchenii: integrirovannaia metodika. *Korporativnye finansy*. 2008. № 1(5). S. 12–33. (rus)
16. **Larsson R., Finkelstein S.** Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization Science*, 1999, vol. 10, no. 1, pp. 1–26.
17. **Puranam P., Singh H., Zollo M.** Organizing for innovation: Managing the coordination-autonomy dilemma in technology acquisitions. *Academy of Management Journal*, 2006, vol. 49, no. 2, pp. 263–280.
18. **Reed S.F., Lajoux A.** The Art of M&A, A Merger Acquisition Buyout Guide/Fourth Edition, McGraw Hill, 2007. 658 p.
19. **Sudarsanam S.** Creating value from mergers and acquisitions: the challenges: an integrated and international perspective. Pearson Education, 2003.
20. **Sudarsanam S., Mahate A.A.** Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers. *British Journal of Management*, 2006, vol. 17, no. S1, pp. S7–S30.
21. Thomson Reuters Advanced Analytics: baza dannykh. URL: <http://thomsonreuters.com>
22. Provider finansovoi informatsii: Yahoo Finance. URL: <http://finance.yahoo.com/>

КОЗЛОВ Александр Владимирович – заведующий кафедрой Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого, доктор экономических наук.

195251, ул. Политехническая, д. 29, Санкт-Петербург, Россия. E-mail: avk55-spb@yandex.ru

KOZLOV Aleksandr V. – Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University.

195251. Politechnicheskaya str. 29. St. Petersburg. Russia. E-mail: avk55-spb@yandex.ru

ТУПИКОВА Дарья Васильевна – аспирант Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого.

195251, ул. Политехническая, д. 29, Санкт-Петербург, Россия. E-mail: daria.tupikova@gmail.com

TUPIKOVA Dar'ia V. – Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University.

195251. Politechnicheskaya str. 29. St. Petersburg. Russia. E-mail: daria.tupikova@gmail.com
