

УДК 339.7

Влияние инвестиционных фондов в структуре собственности на эффективность сделок слияний и поглощений



Саратовский А.Д.

Аспирант кафедры мировой экономики

Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова (Москва)

В статье представлены результаты анализа эффективности осуществленных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала. Основываясь на методе событий, было доказано, что сделки по передаче корпоративного контроля создают стоимость для акционеров компаний-покупателей и сделан вывод о положительном влиянии на эффективность сделок слияний и поглощений наличия инвестиционных фондов в их структуре собственности.

Ключевые слова: слияния и поглощения, накопленная избыточная доходность, инвестиционные фонды, развивающиеся рынки капитала.

Сделки слияний и поглощений (M&A от англ. mergers and acquisitions), несмотря на присущую им волнообразную динамику, остаются одним из главных корпоративных событий компании. По данным отчета аудиторско-консалтинговой компаний КПМГ, общая сумма сделок на глобальном рынке слияний и поглощений выросла в 2014 г. на 44 % по сравнению с 2013 г. до рекордных 3,26 трлн. долл. США, что лишь на 11 % меньше пикового значения, зафиксированного в 2007 г. (3,67 трлн. долл. США).

В современных условиях развития мировой экономики, которая характеризуется интенсивной динамикой процессов глобализации, интеграции, а также международной конкуренции, рост числа и объемов сделок слияний и поглощений видится закономерной тенденцией. Однако, как показывают различные исследования, осуществление сделок M&A носит противоречивый характер в части их эффективности в создании стоимости для акционеров.

Исследования, посвященные оценке эффективности сделок слияний и поглощений, проводились многими авторами как на развитых, так и на развивающихся рынках капитала: США (Campbell, 2011), Канада (Ben Amar, 2011), Греция (Liargovas, 2012), Швейцария (Lowinski et al., 2004), Юго-Восточная Азия (Ma, Pagan, Chu, 2009), Латинская Америка (Deshpande et al., 2012), однако результаты, полу-

ченные в ходе упомянутых работ, различаются. Для большинства развитых стран данные сделки разрушают стоимость компании, в то время как для развивающихся рынков капитала наблюдается обратная динамика.

Вместе с тем непосредственным вопросом, связанным с эффективностью осуществляемых сделок M&A, является влияние на нее структуры акционерного капитала, а именно инвестиционных фондов как одного из возможных ее компонентов.

Структура собственности наравне с другими категориями финансовой архитектуры компании играет значимую роль в корпоративном управлении.

Концепция финансовой архитектуры компании была предложена С. Майерсом в 1998 г. Финансовая архитектура подразумевает под собой изменяющийся финансовый облик бизнеса, охватывающий собственность, организационно-правовую форму, стимулы, способы финансирования и распределения рисков между инвесторами [1].

Достаточно большое количество исследований посвящено выявлению взаимосвязей между финансовой архитектурой и эффективностью деятельности компании. Так, всесторонний анализ данного вопроса провели И. Ивашковская и А. Степанова, рассмотрев влияние трех компонентов финансовой архитектуры (структура собственности, структура

капитала и качество корпоративного управления) на стратегическую эффективность компании [2].

Для целей эмпирического исследования авторы в качестве показателя эффективности компании использовали переменную Q-Тоббина на выборке из развитых и развивающихся стран. Полученные результаты помимо прочих подтвердили гипотезу о положительной взаимосвязи эффективности компании с ростом доли менеджмента в структуре собственности, а также продемонстрировали отрицательное влияние на эффективность наличия государства и аффилированных с ним компаний в акционерном капитале.

В другой работе одной из тестируемых гипотез утверждается, что наличие иностранного собственника положительно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений [3]. В подтверждение своей гипотезы исследователи приводят такие аргументы: иностранный инвестор выступает в качестве альтернативного источника финансирования, что может способствовать экономическому росту за счет снижения стоимости внешних источников капитала, а также посредством улучшения качества получаемой информации на внутреннем рынке, в том числе и в период проведения сделки слияния и поглощений. Кроме этого, иностранный инвестор может выступать в качестве надзорного органа, тем самым положительно влияя на процесс осуществления сделок слияния и поглощения. Исследование проводилось на выборке, осуществленных в период с 2000 по 2010 гг. сделок слияний и поглощений в Великобритании, и подтвердило первоначальную гипотезу.

Таким образом, опираясь на уже существующие результаты проведенных исследований, можно сформулировать гипотезы для последующего их тестирования на развивающихся рынках капитала, в частности странах группы BRICS (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Ю. Африка).

Гипотеза 1. Фондовый рынок положительно реагирует на объявления о сделках слияний и поглощений на развивающихся рынках BRICS.

Предполагается, что в отличие от многих других работ, проведенных в развитых странах, где объявление о сделке слияния и поглощения разрушает стоимость компании, для компаний-покупателей из развивающихся стран это будет производить положительный эффект.

Гипотеза 2. Наличие в структуре собственности компании-покупателя инвестиционных фондов положительно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений для компании-покупателя в странах группы BRICS. Здесь и далее к инвестиционным фондам относятся: венчурные фонды, хедж фонды, а также фонды прямых инвестиций.

Предполагается, что наличие профессионального инвестора в их лице будет выступать в качестве определенного противовеса от заключения риско-

ванных или невыгодных сделок слияний и поглощений, которые потенциально могут разрушить стоимость компании.

Для оценки эффективности сделок слияний и поглощений в ходе данного эмпирического тестирования использовался метод избыточной накопленной доходности или метод событий, который базируется на предпосылке о средней информационной эффективности фондового рынка [4]. Данная теория подразумевает, что рыночная стоимость актива отражает не только всю прошлую информацию, но и всю публичную в данный момент времени информацию. Следовательно, цена актива учитывает в себе потенциальные выгоды и преимущества, которые могут возникнуть в результате осуществления конкретного события. Кроме этого, изменение цены актива в меньшей степени связано с процессом манипулирования инсайдерами, что делает данный метод более эффективным по сравнению с другими.

Суть метода состоит в том, что анализируется доходность акций компании-цели или компании-покупателя (в зависимости от целей и задач конкретного исследования) на временном отрезке (окне события), окружающем момент объявления сделки. Затем полученный результат сравнивается с нормальной доходностью, т.е. с той рассчитанной доходностью, которая имела бы место в случае отсутствия данного события: объявления сделки M&A.

Исследуемая выборка включает в себя данные, полученные с помощью базы данных терминала Bloomberg, а также информационно-аналитической базы CapitalIQ. Критериями формирования выборки для проверки выдвинутых гипотез выступают следующие:

1. Географический признак. В данной работе была сделана попытка максимально изолированно рассмотреть изучаемую взаимосвязь на развивающихся рынках капитала, в этой связи для целей исследования принималось ограничение, что как компания-покупатель, так и компания-цель в сделке слияния и поглощения принадлежит одной из пяти стран группы BRICS.

2. Рассматриваемый период. При отборе сделок слияний и поглощений предполагалось, что дата анонсирования попадает в интервал с 01.01.2000 г. по 31.01.2015 г.

3. Тип сделки – приобретение или продажа пакета акций или актива стратегического назначения, государственная приватизация, мажоритарный выкуп, дополнительное приобретение акций, полное приобретение поглощаемой компании. Данные типы сделок были выбраны в соответствии с используемой методологией терминала Bloomberg.

4. Статус сделки. Рассматривались только те сделки, которые в итоге были завершены.

5. Тип компаний. Для целей исследования выбранным методом предполагалось, что как компа-

нии-покупатели, так и компании-цели являются публичными и их акции торгуются на фондовой бирже.

6. Отрасль. Из рассмотрения традиционно были исключены компании, принадлежащие к финансовой сфере в силу их существенных отличий.

7. Размер пакета акций. Предполагалось, что изначальная доля в акционерном капитале компании-покупателя составляла менее 25 %, однако приобретаемый пакет в результате сделки равняется более 25 %. Такой подход позволил расширить выборку искомых сделок слияний и поглощений, но при этом наложить ограничение, что в крайнем случае компания-покупатель в результате сделки получит не менее 25 % акционерного капитала, тем самым предоставляя ей возможность осуществлять значимое влияние на дальнейшее развитие компании-цели.

8. Тип предложения. Подразумевается, что все сделки в выборке носят дружелюбный характер. Данное ограничение было введено для того, чтобы исключить возможное стороннее влияние на эффективность сделки M&A различных защитных механизмов, которые применяются при недружественных поглощениях, такие как: тактика «выжженной земли», «золотой парашют», «ядовитая пилюля», «белый рыцарь» и другие способы.

Таким образом, общее количество сделок слияний и поглощений, которые отвечали заданным критериям, составило 312 (табл. 1).

Как видно, максимальный эффект имеют критерий рассматриваемого региона, который сократил предшествующую выборку практически в 15 раз, а также ограничение на публичность компании, что уменьшило количество рассматриваемых сделок практически в 16 раз по сравнению с предыдущим шагом.

Кроме уже перечисленных критериев формирования выборки, существенным фактором, повлиявшим на ее дальнейшее сжатие, стала доступность информации о структуре акционерного капитала,

Таблица 1

Количественная характеристика выборки по критериям отбора¹

Критерий	Количество сделок (убывающим итогом)
Период	420 544
Статус сделки	394 263
Тип сделки	235 881
Страна	15 841
Отрасль	11 501
Вид компаний (акционерные)	725
Изначальный и искомый пакет акций	371
Тип предложения (дружелюбное)	312

¹ Источник: Bloomberg.

поскольку для целей эмпирического исследования требовалась структура собственности, которая была на момент, предшествующий анонсированию сделки слияния и поглощения.

В результате итоговая выборка составила 122 сделки, из которых на сделки из Китая и Индии приходится подавляющая доля, порядка 70 % от всей выборки, остальные 30 % – на Бразилию, Южно-Африканскую Республику и Россию.

Для оценки влияния факторов структуры собственности на накопленную избыточную доходность в эмпирическом исследовании использовалась линейная модель многофакторной регрессии следующего вида:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 dFunds + \beta_2 \ln Tassets + \beta_3 d/a + \varepsilon_i,$$

где *CAR* (от англ. cumulative abnormal return) – накопленная избыточная доходность;

α – константа;

$\beta_1 - \beta_3$ – значение коэффициентов перед факторами;

dFunds – дамми переменная наличия инвестиционных фондов в структуре собственности компании-покупателя;

lnTassets – контрольная переменная натуральный логарифм общих активов;

d/a – контрольная переменная отношение общего долга к общим активам;

ε – стандартная ошибка.

Оценивая общую эффективность осуществленных сделок слияний и поглощений для сформированной выборки, можно сделать вывод, что в целом данные сделки оказывают значимое положительное влияние на избыточную накопленную доходность, тем самым создают стоимость для акционеров компании. Анализ двух вариантов окон события показал, что в среднем накопленная избыточная доходность в течение первых трех недель с момента официального объявления об осуществлении сделки M&A составляет 2,4 % (табл. 2).

По результатам проведенной оценки можно сделать вывод, что Гипотеза 1 не отвергается на 10 % уровне значимости. Анонсирование сделки слияния и поглощения положительно влияет на накопленную избыточную доходность компании-покупателя в развивающихся странах группы BRICS.

Таблица 2

Результаты рассчитанного значения избыточной накопленной доходности для разных окон событий

Окно	Значение CAR
(-20; +20)	2,5 %**
(-15; +15)	2,3 %*

*** – результат значим на 5 % уровне значимости; ** – результат значим на 10 % уровне значимости; * – результат значим на 15 % уровне значимости.

Таблица 3
Агрегированная таблица
полученных результатов для разных
окон события по тестируемым параметрам

Параметр	-20; +20	-15; +15
<i>dFunds</i>	+0,065544**	+0,076121***
<i>d/a</i>	-0,095807*	-0,094001*
<i>Intas</i>	+0,006282 (не значим)	+0,013037*

*** – результат значим на 5 % уровне значимости; ** – результат значим на 10 % уровне значимости; * – результат значим на 25 % уровне значимости.

Анализируя влияние инвестиционных фондов в структуре собственности компании-покупателя, были получены следующие результаты (табл. 3).

Стоит отметить, что при проведении данного эмпирического тестирования полученные результаты также исследовались на наличие автокорреляции, гетероскедастичности и функциональную приемлемость.

Таким образом, по итогам эмпирического тестирования гипотеза 2 о том, что наличие в структуре собственности компании-покупателя инвестиционных фондов положительно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений для компании-покупателя в странах группы BRICS, не отвергается на 10 % уровне значимости, при этом данный показатель демонстрирует высокую значимость. Такая взаимосвязь подтверждается изначальной предпосылкой, что наличие профессионального инвестора в лице венчурных, хедж фондов, а также фондов прямых инвестиций выступает в качестве определенного противовеса от заключения рискованных или невыгодных сделок слияний и поглощений.

Литература:

1. Myers S. Financial architecture // *European Financial Management*. – № 5. – 1999. – P. 133-141.
2. Ивашковская И., Степанова А. Структура собственности и ее влияние на стратегическую эффективность компаний // *Корпоративные финансы*. – № 2. – 2009. – С. 5-21.
3. Andriosopoulos D., Yang S. The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom // *Journal of Banking and Finance*. – № 50. – 2014. – P. 547-561.
4. Fama E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work // *Journal of Finance*. – № 25. – 1970. – P. 383-417.
5. Bena J., Li K. Ownership and International Mergers and Acquisitions // *Journal of Business*. – № 28. – 2013. – P. 185-200.
6. Ben-Amar W., Boujenoui A., Francoeur C. CEO Attributes, Board Composition and Acquirer Value Creation: A Canadian Study // *Canadian Journal of Administrative Sciences*. – № 28. – 2011. – P. 480-492.
7. Иванова С.В. Международные слияния и поглощения в экономике России. Международное движение финансовых ресурсов: материалы Международной научно-практической конференции, 9-10 декабря 2010 г. – М.: ГОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2011. – 0,3 п.л.
8. Иванова С.В. Прямые иностранные инвестиции в агропищевом секторе России: теория, современная практика, регулирование. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2012. – 220 с.
9. Du M., Boateng A. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms // *International Business Review*. – № 24. – 2014. – P. 430-442.
10. Deshpande S., Svetina M., Zhu P. Analyst Coverage of Acquiring Firms and Value Creation in Cross-Border Acquisitions // *Journal of Multinational Financial Management*. – № 22. – 2012. – P. 212-229.
11. Liargovas P. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach // *International Journal of Economics and Finance*. – № 3. – 2011. – P. 89-100.
12. Lowinski F., Schiereck D., Thomas T. The effects of cross-border acquisitions on shareholder wealth: Evidence from Switzerland // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. – № 22. – 2004. – P. 315-330.
13. Ma J., Pagan A., Chu Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets // *International Journal of Business*. – № 14. – 2009. – P. 236-250.
14. MacKinlay A. Event studies in economics and finance // *Journal of Economic Literature*. – № 35. – 1997. – P. 13-39.
15. Shleifer A., Vishny R. A survey of corporate governance // *Journal of finance*. – № 19. – 1997. – P. 737-783.

The Impact of Investment Funds in the Structure of Property on Merger and Take-Over Transactions' Value

A.D. Saratovski
Plekhanov Russian University of Economics

The paper presents the results of analysis of efficiency of merger and take-over transactions in the developing capital markets. Based on event-method it was proved that transactions on transfer of corporate governance create value for buying companies. The author comes to the conclusion that investment funds in the structure of property have a positive effect on the efficiency of merger and take-over transactions.

Key words: merger and take-over, accrued excess return, investment funds, developing capital markets.

