

УДК 336.763.219

**ИЗМЕНЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОПЕРАЦИОННОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ  
ПОСЛЕ СДЕЛКИ M&A****Н.А. КОШЕВСКИЙ***(Республиканский институт высшей школы, Минск)*

*Исследуются детерминанты эффективности сделок слияний и поглощений, на примере сделки по покупке Роснефтью акций нефтяной компании ТНК-ВР. Оценка эффективности сделки M&A с использованием трех методов: методом событий, методом анализа финансовой отчетности, и методом создания операционной синергии. Сделан вывод о том, что противоречивость показателей анализа, полученных при оценке сделки различными методами, говорят о влиянии нефинансовых факторов. В заключении раскрыты вопросы влияния нефинансовых факторов стоимости компании после сделки M&A.*

**Ключевые слова:** M&A, стоимость компании, операционная эффективность, синергия, сделки слияния и поглощения.

**Введение.** Сделки слияний и поглощений играют значительную роль в создании стоимости большого числа компаний. В последние десятилетия с ростом количества сделок стала актуальной проблема исследования их влияния на изменение показателей операционной эффективности компаний. В литературе существует множество работ, посвященных данной теме, а также различным факторам и детерминантам сделок слияния и поглощения. Понимая, что рассмотрение одной сделки не позволяет распространить выводы на другие сделки, рассматриваемая конкретная сделка M&A в настоящей работе, детальный анализ подобных сделок в будущих исследованиях, позволит на более качественном уровне понимать причины изменений операционной эффективности компаний.

Целью данной работы является исследование влияния на операционную эффективность компании сделок слияния и поглощения.

Значительная часть исследований аспектов эффективности проведения сделок M&A стремится ответить на вопрос о влиянии на создание дополнительной стоимости компании или же влиянии на ее разрушение, о воздействии на операционную эффективность и способах измерения ее изменений. Исследования последних лет, которые были проведены на основе данных развивающихся и развитых рынков капитала, выделяют следующие методы, посредством которых проводится оценка влияния на операционную эффективность сделок слияний и поглощений:

– метод накопленной избыточной доходности или метод событий (англ. event study analysis) (Haleblian и Finkelstein, 1999; Sudarsanam и Mahate, 2006);

– метод на основе анализа данных финансовой отчетности (англ. accounting studies) (Lu 2004; Zollo и Singh 2004);

– опросы менеджеров (англ. surveys of executives) (Brock, 2005; Homburg и Bucerius, 2006);

– разбор конкретных ситуаций (англ. case or clinical studies) (Bruner, 2001);

– подход на основе экономической добавленной стоимости (англ. economic value added или EVA, далее – ЭДС) (Sirower и O'Byrne, 1998);

– подход на основе остаточной прибыли (англ. residual income) (Guest, Bild, и Runsten 2010).

Метод событий и метод, базирующийся на анализе данных финансовой отчетности являются наиболее часто применимыми среди исследователей влияния M&A на эффективность компании. Cording et al. (2010) в своем исследовании сообщили о 92% эмпирических исследований, который использовали метод событий и подход на основе анализа финансовой отчетности [11]. Zollo и Degenhard, 2007 провели анализ 87 научных работ, опубликованных в авторитетных журналах по финансам и менеджменту, на тему эффективности проведения сделок слияний и поглощений с 1970 по 2006 гг. Было выявлено, что в 40% работ исследователи применяли метод событий, использующий краткосрочные «окна событий», почти 30% использовали данные финансовой отчетности за длительный промежуток времени, и 16% применяли метод событий с долгосрочным «окном». Метод событий с краткосрочным «окном» применялся в работах Moshfique и Boateng, (2009), Krishnan, H., Krishnan, R., и Lefanowicz (2009); Pangarkar и Lie, (2004), Hayward, (2003), Апи и Singh, (1997); с долгосрочным «окном» (от 25 дней до 4 лет) использовался в исследованиях Laabs и Schiereck (2010), Kusewitt (1985), Chatterjee (1986), Singh и Montgomery (1987) [1, с. 6].

Метод событий основан на изучении реакции фондового рынка на объявления о слияниях и/или поглощениях и позволяет оценить влияние сделок на стоимость компаний в краткосрочной перспективе (как правило, до года) [2]. Для его использования определяется период до и после момента публикации

данных о сделке, в котором будет наблюдаться цена акций компании. Метод предполагает оценку нормальной доходности компании в течение рассматриваемого периода до события (объявление о слиянии или поглощении). Затем выбирается период для определения сверхдоходности. Как правило, рассматриваемый период наблюдения ограничивается 10 днями до и после сделки. После определения периода наблюдений выявляются отличительные характеристики выборки, которые способны повлиять на результаты анализа (капитализация, распределение событий по времени).

Расчет накопленной избыточной доходности (CAR) осуществляется по формуле [3, с. 22]:

$$AR_i^t = R_i^t - R_m^t,$$

где:  $AR_i^t$  – сверхдоходность компании-покупателя в момент  $t$ ;  
 $R_i^t$  – доходность акции компании-покупателя в момент  $t$ ;  
 $R_m^t$  – доходность индекса в момент  $t$ .

$$CAR_i^{(x;y)} = \sum_{t=x}^y AR_i^t,$$

где  $(x; y)$  – продолжительность окна.

Существенным недостатком метода событий при анализе влияния сделки M&A на стоимость компании является невозможность его применения среди непубличных компаний. Стоит отметить, что данный метод предполагает ряд допущений: о том, что финансовые рынки эффективны, инвесторы рациональны, им доступна вся информация о компании, отсутствует асимметрия информации и стоимость акций изменяется, как только появляется новая информация (Martynova и Renneboog, 2011).

**Анализ финансовой отчетности (англ. accounting studies) для оценки влияния сделки на операционную эффективность фирмы.** Исследования с использованием различных показателей операционной эффективности основаны на предположении, что все синергии проявляются в будущих денежных потоках компании. Эмпирическая проверка гипотез основана на различных финансовых величинах, которые влияют на денежный поток: выручка, издержки (и как результат – операционная прибыль), капитальные затраты и амортизация, средневзвешенная стоимость капитала и другие. Базой для сравнения могут являться как сравнение финансовых показателей до и после сделки одной компании, так и сравнение с динамикой среднего показателя по индустрии [4].

В исследовании Martynova, Oosting и Renneboog (2006) изучалось воздействие сделки на долгосрочную прибыльность компаний-целей в сравнении с эффективностью деятельности компаний-аналогов. В работе отмечается, что до сделки по слиянию компаний в выборке превосходят по медианным показателям рентабельности и прибыльности компании-аналоги, однако после сделки рентабельность объединенной фирмы снижается. Также отмечается различное влияние на прибыльность компании враждебных и дружественных поглощений. Прибыльность снижается при враждебных сделках и наоборот. На прибыльность объединенной компании также не оказывает влияние финансовый рычаг. Ghosh (2001), сравнивая операционную эффективность компаний, участвующих в сделке, с медианными значениями по отрасли, пришел к выводу об отсутствии значительного воздействия на операционную эффективность объединенной компании проведенной сделки. Akben-Selçuk (2008) доказал снижение прибыльности публичных компаний-целей при трансграничных сделках слияний и поглощений.

В работах исследователей Šunje, Rahimić и Filipović (2012), проведенных на основе рынка Хорватии, говорится об улучшении показателей операционной эффективности на горизонте трех лет после сделки. Vretenar (2012) провел исследование на выборке из 40 Хорватских публичных компаний, на горизонте за два года до и пять лет после сделки. Анализ дал противоречивые результаты: большая часть компаний, которые до сделки демонстрировали убытки, показали рост прибыльности после проведения сделки, однако компании с самыми высокими прибылями до сделки, отчитались о значительном снижении прибыли, после проведения сделки. Исследователи Maja Pervana, Josipa Višića, Kristina Barnjak (2014) в своей работе пришли к заключению об отсутствии значимого влияния на прибыльность компаний-целей до и после проведения сделки.

В настоящей работе для анализа изменений показателей операционной эффективности, помимо прочих, применяется подход, основанный на анализе данных финансовой отчетности и включает анализ и сравнение данных бухгалтерского учета до и после слияний как для приобретающих, так и для фирм-целей, а также коэффициентов прибыльности, уровня финансового рычага и коэффициентов, отражающих темпы роста. В некоторых случаях эффект после сделок M&A для приобретающих компаний и для фирм-целей сравнивается со средними показателями по отрасли (Healy et.al, 1992 и 1997) [13; 14]. В большинстве случаев для фирмы-цели сделка приносит положительный эффект, а для приобретающей фирмы эффект может быть как положительным, так и отрицательным [5].

Исследования прошлых лет на тему изменения операционной эффективности после сделок M&A, которые использовали метод анализа данных финансовой отчетности (финансовые коэффициенты), пришли к неоднозначной характеристике результатов таких сделок (Pazarskis, 2008). Самое раннее исследование

с использованием данного подхода было проведено в Великобритании (Meeks, 1977). Была рассмотрена производительность 233 фирм-покупателей с 1964 по 1972 гг. и выявлено, что рентабельность данных фирм увеличилась в год поглощения, но уменьшилась в каждом из пяти последующих лет.

Исследования, базирующиеся на показателях, основанных на прибыльности компаний, доказывают ее снижение вследствие M&A (Yeh, Hoshino, 2001; Sharma, Ho, 2002; Tsung-Ming, Hoshino, 2000; Papadakis, Thanos, 2010; Akben-Selcuk et al., 2011) [6]. Некоторые исследователи (Bishop et.al, 1987) объясняют это тем, что необходимо несколько лет, чтобы финансовые последствия от сделки отразились в данных отчетности, а анализ этих данных должен охватывать более продолжительный промежуток времени. Также отмечалось, что фирмам необходимо время на консолидацию отчетностей. В различии учетных политик видят объяснение расхождения в эффекте от сделок M&A Dodd (1976) [6]. Также, существует мнение, что данные финансовой отчетности могут быть подвергнуты манипуляциям. Brealey и Myers (1991) говорят о том, что данными финансовой отчетности можно манипулировать и злоупотреблять для конкретных целей заинтересованных лиц.

Необходимо отметить, что большой вклад в распространение использования данных отчетностей внесли Nealy, Palepu и Ruback (1992) [14]. В своей работе они настаивали на том, что большинство предыдущих исследований занимались анализом движений цен акций, в то время как прирост капитала может возникать, в том числе из-за неэффективного рынка, либо неверной оценки рыночной стоимости акций. Они измеряли влияние на операционную эффективность в периоде пяти лет после сделки, используя показатель операционного денежного потока, который был скорректирован на доходность отраслевых индексов. Авторы работы выбрали для анализа 50 крупнейших сделок по слиянию американских компаний, которые были завершены в первой половине 80-х годов. Nealy, Palepu и Ruback рассчитали финансовые метрики для оценки денежных потоков как выручку, за вычетом себестоимости проданных товаров, коммерческих и административных расходов, прибавив амортизацию и гудвилл как коэффициент рыночной стоимости активов (сумма рыночной стоимости собственного капитала и балансовой стоимости чистого долга), которые можно было использовать между различными фирмами.

Что касается выбора финансовых показателей и коэффициентов, по которым проводится оценка влияния на операционную эффективность, то, например, Ravenschaft & Scherer (1987) анализируют операционную прибыль (ЕВIT) в сравнении с чистыми активами и выручкой компании; Nealy, Palepu и Ruback (1992) изучают операционный денежный поток в сравнении с рыночной стоимостью активов фирмы; Tsung-Ming, Hoshino (2000) сравнивают показатели ROE и ROA, рентабельность продаж. В работе по оценке эффективности сделок M&A на развитых рынках капитала Григорьевой и Абузова, (2015) [10] были проанализированы показатели, которые среди исследователей являются наиболее применяемыми и релевантными для отражения эффекта от сделки:

- EBITDA/Sales – отношение прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации к выручке компании;
- (EBITDA – ΔWC)/Sales – отношение разницы прибыли до вычета процентов, налогов, амортизации и изменения в рабочем капитале к выручке компании;
- EBITDA/BVA – отношение прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации к балансовой стоимости активов компании;
- (EBITDA – ΔWC)/BVA – отношение разницы прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации, и изменения в рабочем капитале к балансовой стоимости активов компании.

Для оценки влияния сделки на операционную эффективность компании, среди показателей, основанных на прибыли и доходности, можно выделить следующие: рентабельность активов, рентабельность капитала, маржинальная прибыль. Рассчитываются они следующим образом:

$$ROA = NP / TA; ROE = NP / E; NPM = NP / S,$$

где  $NP$  – чистая прибыль;  $TA$  – совокупные активы;  $E$  – совокупные капитал;  $S$  – выручка/продажи.

**Мотивы к совершению и детерминанты эффективности сделок M&A.** Не у всех фирм, занимающихся сделками M&A, есть стратегии приобретения, и не все фирмы, у которых есть стратегии приобретения, придерживаются их. В этом подразделе рассмотрен ряд различных мотивов сделок слияний и поглощений, а также причины успеха, провалов и определяющие факторы эффективности таких сделок.

Одним из мотивов сделок M&A является приобретение недооцененной фирмы. Фирмы, которые недооценены финансовыми рынками, могут быть целью приобретения тех, кто признает эту недооценку. Фирма-покупатель, при условии правильной оценки будущей стоимости, может получить разницу между оценочной стоимостью и ценой покупки. Следующим мотивом совершения сделок M&A является снижение и диверсификация рисков. Диверсификация снижает подверженность инвесторов риску конкретной фирмы. Одним из мотивов, побуждающих к слияниям и поглощениям является создание операционной или финансовой синергии. В трети случаев сделок слияний и поглощений в качестве мотива совершения сделки называлось повышение операционной эффективности фирмы, синергия (Bhidé, 1983). Синергия

достигается, когда объединенная фирма становится более прибыльной и ее стоимость становится выше, чем стоимость каждой фирмы в отдельности.

Ряд исследователей в своих работах (Chatterjee & Lubatkin, 1990; Lubatkin, 1983; Seth, 1990; Trautwein, 1990) отметили, что существуют два типа синергии: синергии, основанные на сговоре (основанные на рыночных последствиях снижения конкуренции, где цены и прибыль растут для всех фирм на рынке), и синергии, основанные на росте эффективности (включая оперативные, управленческие, финансовые и ресурсные возможности, связанные с объединением двух фирм).

В исследовании на тему синергии в сделках слияний и поглощений, авторы Garzella, Fiorentino (2017) изучили работы за последние 30 лет и идентифицировали три основных подхода к классификации синергии, в зависимости от сделки:

1. Широко распространенный в английских и американских исследованиях, где изучение синергии анализируется на основе ожиданий от экономии (сокращения издержек, себестоимости) и возможностей роста доходов (таблица 1).

Таблица 1. – Подход к природе синергии на основе роста выручки/снижения издержек

Форма синергии	Характеристика
Экономия на затратах	Снижение накладных расходов и связанных с ними основными средствами
Рост выручки	Более высокие показатели продаж
Оптимизация технологических процессов	Повышение эффективности работы фирмы за счет обмена опытом и технологиями
Финансовая экономия	Снижение стоимости капитала; налоговые выгоды

2. Общепринятый подход для европейских исследований, касающихся создаваемой синергии в сделках M&A, где классификация редко совпадает (таблица 2).

Таблица 2. – Используемый в Европе менеджеральный подход к природе синергии

Форма синергии	Характеристика
Договорная (основанная на сговоре)	Увеличившаяся рыночная мощь/сила, покупательная способность
Рост эффективности	Синергия за счет роста, производства, маркетинга, исследований и разработок, больших возможностей финансирования
Менеджеральная	За счет применения и обмена взаимодополняющих компетенций менеджеров, и замены некомпетентных
Финансовая	Снижение стоимости капитала; налоговые выгоды, избыток или недостаток наличности, диверсификация риска, совместное страхование

В «европейском подходе», который использует менеджеральный взгляд, основанный на отчетах и финансовых потоках, характер синергии и связанных с нею потоков может быть проанализирован в отношении следующих областей: операционной деятельности, т.е. повышения операционной эффективности фирмы в целом; синергии, которые позволяют фирмам увеличить свою операционный доход; финансов, т.е. синергии, которые уменьшают расходы на финансирование; налогообложение, т.е. синергии приносящий налоговые льготы [7, с. 38].

3. Подход, который представляет собой сочетание двух предыдущих.

Таким образом, на основе работы Garzella, Fiorentino (2017) можно выделить 3 основных вида операционных синергий:

– Экономия на масштабах, которая возникает, как правило, в компаниях из одной индустрии в результате горизонтальных поглощений. Объединенная фирма способна повысить объем производства и снизить затраты на единицу продукции, более эффективно управлять своими издержками, оптимизировать загрузку производственных мощностей, объединить каналы средств дистрибуции и сократить административный персонал. Но также эффект масштаба возникает и через вертикальные M&A, позволяющие снизить транзакционные издержки.

Для этого можно применить подход, который использует аномальный рост эффективности CAPEX в качестве основного показателя. Под эффективностью CAPEX подразумевается сумма капитальных вложений, необходимых для получения дохода в 1 доллар (соотношения капитальных затрат к выручке). Последовательность расчета имеет вид:

$$CAPEX\ efficiency = \frac{CAPEX}{Выручка}$$

Далее необходимо рассчитать изменение *CAPEX efficiency* для участника и отрасли, и затем:

$$Экономия\ на\ масштабах = \Delta CAPEX\ efficiency_{покупатель} - \Delta CAPEX\ efficiency_{отрасль}$$

– Большая рыночная власть приводит к росту рентабельности за счет снижения конкуренции и более высокой доли рынка. Этот синергетический эффект может возникнуть в отраслях промышленности с высокой концентрацией промышленного производства, а также после крупных слияний (Giannopoulos, 2013).

Сначала рассчитывается операционная маржа для покупателя и отрасли за год до и год после закрытия сделки:

$$EBIT\ margin = \frac{EBIT}{Revenue}.$$

Далее рассчитывается изменение операционной маржи для покупателя и отрасли. После чего, – влияние на изменение рыночной власти, как разница между  $EBIT\ margin$  покупателя и отраслевым.

$$Effect\ on\ market\ position = \Delta EBIT\ margin_{bidder} - \Delta EBIT\ margin_{industry}.$$

– Сочетание различных функциональных преимуществ. Возникает, когда фирма с сильными маркетинговыми навыками приобретает фирму с хорошей линейкой продуктов.

Экономия на масштабах оценивается с учетом изменений в капитальных затратах после M&A. Этот метод основан на предположении, что покупатель в последствии будет превосходить отраслевые бенчмарки по показателю эффективности капитальных вложений. Применяя этот метод, Maksimovic и Phillips (2001) пришли к выводу, что слияния и поглощения в США не создают эффекта масштаба. Тем не менее, Agrell (2015) с соавторами, изучив ряд сделок, проводившихся в Норвегии в период с 1995 по 2004 гг., доказали, что эффективность капиталовложений в компаниях из выборки возросла.

**Характеристика компаний и сделки.** В качестве объекта исследования выступает сделка M&A по приобретению компанией Роснефть 100% компании ТНК-ВР общей стоимостью \$56 млрд. Также стоит отметить, что сделка была совершена, когда нефтяные цены находились на своем пике (около \$110/баррель). И в 2017 г., когда цена на нефть находилась на уровне около \$60/баррель, капитализация Роснефти составила \$52,3 млрд. – меньше, чем компания израсходовала в ходе сделки M&A. При этом за период с 2013 по 2017 гг. Роснефть совершала и другие сделки слияний и поглощений. Это в целом, при прочих обстоятельствах, сходится с выводами исследователей, которые применяли метод event studies – компания-цель «выигрывает» от сделки, а компания-покупатель «проигрывает» (т.е. «разрушает» или снижает свою стоимость). Однако данный вывод необходимо проверить на основе использования других методов анализа сделки M&A. Несмотря на то, что для интеграции ТНК-ВР в компанию Роснефть потребовалось увеличение заемных средств на сумму свыше \$30 млрд, рейтинговая компания S&P повысила кредитный рейтинг с BBB- до стабильного BBB. Размер сделки для российского рынка, ее противоречивое влияние на компанию Роснефть потребовали детального анализа сделки и компаний, участвующих в ней.

Роснефть – это одна из крупнейших корпораций России, контрольный пакет акций принадлежит государственной компании Роснефтегаз. Так, для финансирования приобретений компания привлекла кредиты в зарубежных банках на сумму \$31 млрд, заключила сделки предэкспортного финансирования на \$10 млрд с нефтетрейдерами Glencore и Vitol, а также разместила облигации на \$3 млрд [8].

ТНК-ВР ранее являлась одной из крупнейших российских нефтяных компаний, учредителями которой в 2003 году стали консорциум «Альфа-групп», Access Industries, Renova (ARR) и британская нефтегазодобывающая корпорация BP (англ. British Petroleum).

Объединение двух компаний, как ожидалось, должно было помочь снизить управленческие расходы, позволить проводить совместные тендерные закупки, упростить организационную структуру и схему собственности.

На момент закрытия сделки инвесторы оценивали Роснефть в \$81,8 млрд (на 21.03.2013).

Для оценки результативности сделки M&A использовано 3 наиболее распространенных метода.

Метод событий (англ. event studies) или метод накопленной избыточной доходности. В работе проведен анализ, основанный на краткосрочном временном горизонте, так как на долгосрочном промежутке времени крайне сложно отделить влияние сделки M&A на стоимость компании, от других факторов.

Окна наблюдений ((-1; +3), (-6; +3), (-14; +14)) было решено взять как в работах, которые оценивали эффективность сделок M&A на развивающихся рынках капитала: Ивашковская et al. (2009), Seghal et al. (2012), Clougherty et al. (2010) [12]. Дата объявления о сделке - 22.10.2012. Дата закрытия сделки – 21.03.2013.

Для комплексной оценки методом событий использовались 3 подхода: аномальная доходность с использованием кумулятивной средней доходности (AR CMR), рыночной модели, и экономическая модель – модели CAPM (досл. модель ценообразования капитальных активов), как в работе MackKinlay (1997).

Оценка аномальной доходности методом BHAR (buy and hold abnormal return – инвестиционная стратегия, при которой инвестор приобретает акции и удерживает их продолжительное время) производится расчетом аномальной доходности, при которой «нормальная» доходность «buy and hold» вычитается из реализованной доходности «buy and hold».

Метод анализа финансовой отчетности. Окна наблюдений, которые использовались для этого метода составили 4 и 5 лет [-2;+2], [-2;+3], аналогично тому, что использовали в своей работе Григорьева,

Троицкий (2012); Григорьева, Абузов (2015). Для анализа изменений показателей операционной эффективности исследуются следующие мультипликаторы: EBITDA/Sales; (EBITDA – ΔWC)/Sales; EBITDA/BVA; (EBITDA – ΔWC)/BVA; ROA; ROE; NPM.

Метод оценки операционной синергии через оценку экономии на масштабах и оценку уровня рыночной власти. Экономия на увеличившихся масштабах деятельности, а также увеличившаяся рыночная власть будут свидетельствовать, в нашем случае, о наличии операционной синергии.

Результаты оценки сделки M&A по покупке компанией Роснефть ТНК-ВР, следующие. Результаты оценки первым методом – методом событий – приведены в таблицах 3, 4.

Таблица 3. – Результаты оценки избыточной доходности на различных интервалах от даты объявления о сделке

Метод	Abnormal return	CAR (-1;+3)	CAR (-6;+3)	CAR (+/- 2w.)	BHAR (-1;+3)	BHAR (-6;+3)	BHAR (+/- 2w.)
AR CMR	2.30520	4.24600	8.69160	11.11400	71.32142	144.07391	0.00000
AR MM	2.58729	5.73189	11.03291	16.99978	-6.39910	32.21759	0.00000
AR CAPM	2.50378	5.23890	10.28024	15.08560	69.68099	0.00000	0.00000

Таблица 4. – Результаты оценки гипотезы об отсутствии избыточной доходности при 5%-м уровне значимости. Гипотеза H<sub>0</sub>: CAR = 0, H<sub>A</sub>: CAR ≠ 0

Метод	CAR (-1;+3)	CAR (-6;+3)	CAR (+/- 2w.)	BHAR (-1;+3)	BHAR (-6;+3)	BHAR (+/- 2w.)
AR CMR	не отвергается	отвергается	не отвергается	не отвергается	не отвергается	не отвергается
AR MM	не отвергается	отвергается	отвергается	не отвергается	не отвергается	не отвергается
AR CAPM	отвергается	отвергается	отвергается	не отвергается	не отвергается	не отвергается

Из таблиц видно, что объявление Роснефтью о сделке с ТНК-ВР оказало положительное воздействие на реакцию рынка и аномальная доходность присутствует на всех временных интервалах. Однако гипотеза об отсутствии аномальной доходности отвергается всеми методами лишь на временном интервале (-6; +3) до и после сделки, соответственно. Таким образом, можно сделать вывод, что объявление о сделке было ожидаемо рынком, реакция рынка была положительной, однако итоги на разных временных интервалах дали противоречивые результаты, несмотря на положительную оценку сделки рынком.

Оценка BHAR на разных временных интервалах, при использовании различных методов, показала противоречивые результаты, однако была выявлена стабильная аномальная доходность методом кумулятивной рыночной доходности на временных интервалах (-1;+3) и (-6;+3) дней.

В таблицах 5 – 7 приведены производственные показатели, мультипликаторы и коэффициенты для описания результатов оценки методом анализа финансовой отчетности.

Таблица 5. – Данные отчетности ПАО «Роснефть»

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BVA	3033	3656	4177	7930	9186	10088
Total assets	2849	3463	3971	7538	8736	9638
Accumulated Depreciation	184	193	206	392	450	450
NI	343	319	365	555 (388*)	350	355
Equity	1828	2104	2322	3165	2929	2881
EBITDA**	633	643	618	947	1057	2080
Sales	2077	2718	3089	4694	5503	5150

Источник: [8; 9].

Примечание: \* – за вычетом из чистой прибыли переоценки приобретенных активов ТНК-ВР;

\*\* – EBITDA взята из отчета MD&A.

Таблица 6. – Производственные показатели компании Роснефть

Показатель	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Добыча газа, млрд м3	12.79	16.39	38.2	56.7	62.5	67.1	68.4	67.3
Изменения	–	28%	133%	48%	10%	7%	2%	-2%
Добыча нефти, млн т	128.75	134.89	189.2	204.9	202.8	210	225	230
Изменения	8%	5%	40%	8%	-1%	4%	7%	2%
Переработка нефти, млн т	55.91	59.59	90.1	99.8	96.9	100.3	112.8	115
Изменения	11%	7%	51%	11%	-3%	11%	13%	2%

Источник: [8,9].

Таблица 7. – Финансовые коэффициенты компании Роснефть

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA/Sales (Revenue)	30.5%	23.7%	20.0%	20.2%	19.2%	40.4%
(EBITDA – ΔWC)/Sales	29.9%	26.5%	20.4%	29.3%	18.6%	30.9%
EBITDA/BVA	20.9%	17.6%	14.8%	11.9%	11.5%	20.6%
(EBITDA – ΔWC)/BVA	20.5%	19.7%	15.1%	17.3%	11.2%	15.8%
Net profit margin	16.5%	11.7%	11.8%	11.8% (8,3%*)	6.4%	6.9%
ROE	18.7%	15.2%	15.7%	17.5% (12,3%*)	11.9%	12.3%
ROA	12.0%	9.2%	9.2%	7.4%(5,1%*)	4.0%	3.7%
OCF/Sales	22.2%	17.9%	16.7%	25.9%	29.5%	42.6%
OCF/BVA	15.2%	13.3%	12.4%	15.3%	17.7%	21.8%
OCF/MVA	19.9%	21.5%	18.0%	45.6%	78.4%	81.9%

Примечание: \* – за вычетом из чистой прибыли переоценки приобретенных активов ТНК-ВР.

Анализируя приведенные данные (см. Таблицы 5 – 7), можно заметить, что показатели, основанные на денежных потоках, отражают положительную динамику, в то время как метрики, основанные на выручке и прибыли, отражают негативную динамику, как это было в работе Martynova, Renneboog, (2008). Показатели, рассчитанные на основе денежных потоков, продемонстрировали значительный рост по причине значительного роста операционных денежных потоков и роста стоимости курса рубля к доллару.

Так, практически все показатели, основанные на выручке и прибыли продемонстрировали улучшение в год завершения сделки (2013г.). Однако эти же показатели продемонстрировали отрицательную динамику, что говорит о снизившейся, после сделки, операционной эффективности объединенной компании. Показатели рентабельности активов и капитала стабильно снижались на временном интервале [-3; +2], как и рентабельность по чистой прибыли (net profit margin), которая снизилась в 2 раза по сравнению с годом завершения сделки. Показатели EBITDA/Sales, (EBITDA – ΔWC)/Sales, EBITDA/BVA – выросли значительно в периоде [-3; +2], однако перед этим (через год после завершения сделки), на интервале [-3; +1] показали снижение; (EBITDA – ΔWC)/BVA снизился незначительно. Как и в работе Grigorieva, Petrunina (2013) операционные показатели EBITDA/BVA, (EBITDA-ΔWC)/BVA, (EBITDA-ΔWC)/Sales снизились в периоде после сделки по сравнению с периодом до сделки (+1 год к дате завершения сделки). Таким образом, данные показатели свидетельствуют о разрушении стоимости на краткосрочном временном интервале, однако в периоде +2 года после сделки практически все показатели операционной эффективности демонстрируют увеличение и положительный рост, по отношению к этим же величинам до сделки.

Стоит отметить, что согласно данным годового отчета компании на показатели EBITDA и чистой прибыли в 2013 г. в значительной степени повлияла переоценка активов ТНК-ВР (в размере 167 млрд рублей) [9]. Если исключить из чистой прибыли переоценку приобретенных активов ТНК-ВР, то прибыль за 2013 г. составит 388 млрд. руб.

Несмотря на рост объемов добычи и переработки нефти и газа, на операционную эффективность компании сильное воздействие оказало значительное падение стоимости нефти, и курсовые разницы, по причине чего снизилась чистая прибыль, и, как следствие рентабельность по чистой прибыли. Рентабельность капитала и активов также снизилась, помимо прочего, и по причине роста величины активов и капитала компании.

Результаты расчетов для третьего метода – метода оценки операционной синергии приведены в таблицах 8, 9.

Таблица 8. – Мультипликаторы эффективности капитальных затрат компании и отрасли, в %%

CapEx/Revenue компании	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Газпром	29,0	33,5	32,4	28,1	25,0	28,0
НОВАТЭК	22,3	21,7	20,6	19,9	17,3	10,6
Лукойл	6,5	6,4	8,5	10,9	11,1	10,6
Башнефть	4,2	5,1	5,8	5,4	7,6	10,1
Татнефть	5,3	2,9	11,4	12,5	13,1	16,8
Сургутнефтегаз	–	10,4	10,7	13,4	11,7	13,4
среднее по отрасли	15,5	12,8	14,9	15,0	14,3	14,9
медиана	14,4	8,4	11,1	13,0	12,4	12,0
Роснефть	12,7	14,4	15,3	11,9	9,7	18,8

Таблица 9. – Изменение экономии на масштабах (эффективности капитальных вложений), в %%

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CapEx/Revenue	6,2%	6,0%	4,3%	-1,0%	-2,7%	6,8%

Можно отметить, что, экономия на масштабах оценивается с учетом изменений в капитальных затратах после M&A. Этот метод основан на предположении, что покупатель в периоде после сделки превосходит отраслевые коэффициенты по показателю эффективности капитальных вложений.

Как видно по данным таблицы 9, эффективность капитальных вложений Роснефти изменилась в год сделки и в периоде +1 год после сделки (что говорит о положительном влиянии слияния на объем капвложений относительно выручки), однако через 2 года после сделки эффективность CapEx для Роснефти (отношение CapEx/Revenue) стало превышать показатели по отрасли (Роснефть более чем в 1,5 раза увеличила объем капиталовложений).

Для оценки рыночной власти, рассчитаны показатели рентабельности по EBIT. Большая рыночная власть сначала рассчитывается через оценку операционной маржи для покупателя и отрасли за год до и год после закрытия сделки (таблица 10).

Таблица 10. – Мультипликатор рентабельности по EBIT компании и отрасли

EBIT/Revenue компании	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Газпром	31,0%	35,7%	28,9%	27,8%	4,8%	13,7%
НОВАТЭК	42,9%	80,4%	41,9%	46,0%	22,7%	26,2%
Лукойл	11,4%	10,2%	9,5%	7,0%	8,4%	6,6%
Башнефть	18,5%	15,9%	13,8%	11,1%	8,9%	12,7%
Татнефть	12,7%	14,0%	22,9%	22,9%	22,4%	18,0%
Сургутнефтегаз	-	26,0%	13,8%	22,5%	74,1%	64,9%
Среднее по отрасли	23,3%	30,4%	21,8%	22,9%	23,5%	23,7%
медиана	18,5%	21,0%	18,3%	22,7%	15,7%	15,8%
Роснефть	21,6%	16,6%	13,3%	11,8%	11,0%	31,7%

Заключительным этапом 3-го метода выступает расчет влияния на изменение рыночной власти, как разницы между *EBIT margin* покупателя и отраслевым (таблица 11).

Таблица 11. – Изменение рыночной власти, на основе рентабельности по EBIT, в %%

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Revenue	3,1%	-4,4%	-5,0%	-10,9%	-4,6%	15,8%

Как видим, результаты анализа в периоде после сделки повторяют таковые из анализа эффективности капитальных вложений (показатели за 2015 год значительно отличаются от предыдущих лет). Показатели рентабельности по EBIT Роснефти ухудшились в год сделки и в периоде +1 год после сделки также продолжали оставаться ниже отрасли, однако через 2 года после сделки рентабельность возросла значительно. Стоит отметить, что проводить анализ без учета того факта, что произошло значительное падение стоимости барреля нефти (таблица 12) и падение стоимости рубля по отношению к доллару (таблица 13), привело бы к смещенным некорректным результатам анализа.

Таблица 12. – Стоимость барреля нефти

Показатель	Янв-10	Янв-11	Янв-12	Янв-13	Янв-14	Янв-15	Дек-15
Цена барреля нефти марки Brent	71,46	101,01	110,98	115,55	106,4	52,99	37,28

Таблица 13. – Курс доллара к рублю

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Курс USD/RUB	29.5	30.36	29.39	31.08	31.85	38.61	61.07

Роснефть реализует нефть марки Urals и нефтепродукты, цена которых изменяется вместе с ценой барреля нефти марки Brent. Ослабление рубля позволило несколько нивелировать эффект от падения цен на нефть, однако это оказало сильное воздействие на прибыльность и операционную эффективность Роснефти.

Таким образом, сделка по покупке ТНК-ВР принесла Роснефти противоречивый эффект, с точки зрения влияния на операционную эффективность и стоимость акций. Метод событий выявил положительную накопленную избыточную доходность по акциям Роснефти, проанализированную тремя подходами, лишь на временном интервале за 6 дней до сделки и 3 дня после сделки. Подход же, основанный на анализе аномальной доходности через оценку моделью ценообразования капитальных активов, отверг гипотезу об отсутствии аномальной доходности на всех временных интервалах.



Противоречивость полученных результатов, и неоднозначность с которой рынок оценил сделку, ее влияние на стоимость компании скорее говорят о наличии нефинансовых факторов, которые не были учтены ни в отчетности компании спустя 2-3 года после сделки, ни в публичных заявлениях. Такими нефинансовыми факторами могли выступить различия в методиках и корпоративном управлении, несогласие бывших топ-менеджеров ТНК-ВР с существующими практиками управления и ведения бизнеса, а также сложности, связанные с интеграцией корпоративных культур. Ведь, ТНК-ВР являлась компанией с качественно выстроенным корпоративным управлением и западными методиками менеджмента и построения бизнес-процессов, в то время как Роснефть, находясь большей частью под государственным контролем и государственным управлением, не могла соответствовать принятым на тот момент лучшим практикам корпоративного управления. Определение нефинансовых факторов, которые повлияли на снижение стоимости компании, в период проведения мероприятий постинтеграции может помочь раскрыть детерминанты эффективности проведения настоящей сделки М&А.

**Заключение.** В статье были проанализированы методы, с помощью которых проводится оценка изменения показателей операционной эффективности, факторы создания синергии и вклада М&А в изменение стоимости компании. Каждый метод имеет свои преимущества и недостатки, однако наиболее используемы – метод события и метод анализа финансовой отчетности.

В качестве объекта работы была взята сделка М&А по приобретению Роснефтью компании ТНК-ВР. Анализ сделки, позволил отметить, что несмотря на ожидания руководства относительно увеличения стоимости компании и создания синергии от сделки, в среднесрочной перспективе ее рыночная капитализация снизилась, хотя стоимость отдельных компаний до сделки была выше. Дальнейшее исследование требует всестороннего рассмотрения изменений операционной эффективности, влияния организационных и стратегических факторов, поведения СЕО, влияния на изменение стоимости компании и детерминант, которые повлияли на проведение сделки и достижение ожидаемых результатов. Тот факт, что до и после сделки по приобретению ТНК-ВР топ-менеджеры Роснефти говорили большей частью об ожидании колоссальной синергии, показывает, что отдельную статью следует посвятить вопросу достижения этой синергии, определению ее драйверов и основных характеристик.

Также анализ сделки позволяет сказать, что в среднесрочной перспективе компания-продавец (акционеры ТНК-ВР) выиграли от сделки, а компания-покупатель проиграла (ее рыночная капитализация снизилась, хотя стоимость отдельных компаний до сделки была выше).

Дальнейшие исследования по теме влияния на операционную эффективность компании сделок М&А, необходимо провести касательно вопросов:

- следуют ли фирмы-покупатели различным стратегиям поглощения при сделках на локальном уровне и трансграничных сделках;
- касающихся качественных исследований интеграции компаний в периоде после совершения сделки. Более того, на основании обзора литературы можно заключить, что тема взаимосвязи в динамике между организационной и национальной культурами, в процессе трансграничных сделок М&А по-прежнему остается нераскрытой;
- взаимосвязи процесса интеграции управленческих ресурсов, менеджмента компании и успешность проведения сделки М&А.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Sethi, M. A Review of Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions' Performance / M. Sethi, D. Krishnakumar // *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. – 2010. – Vol. 16.
2. Григорьева, С.А. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала / С.А. Григорьева, П.В. Троицкий // *Корпоративные финансы*. – 2012. – № 3(23). – С. 31.
3. Schoop, M. L. Performance of Mergers & Acquisitions A Research on how the Acquirer's Level of Competitive Advantage, Information and Experience Impacts M&A Performance : дис. ... магистра финансов / M. L. Schoop. – Tilburg, 2013. – 43 p.
4. Sudarsanam, S. Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers / S. Sudarsanam, A. Mahate // *British Journal of Management*. – 2006. – Vol. 17. – P. 7–30.
5. Sugiarto, A. The Effect of Mergers and Acquisitions on Shareholder Returns : дис. ... д-ра бизнес-администрирования / A. Sugiarto. – Melbourne, 2000. – 210 p.
6. Dodd, P. Company Takeovers and The Australian Equity Market / P. Dodd // *Australian Journal of Management*. – 1976. – Vol. 1(2). – P. 15–27.
7. Garzella, S. Synergy Value and Strategic Management: Inside the Black Box of Mergers and Acquisitions / S. Garzella, R. Fiorentino // Springer: Contributions to Management Science Series. – 2017. – P. 37–39.
8. Годовой отчет ПАО Роснефть за 2013 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.rosneft.ru/Investors/statements\\_and\\_presentations/annual\\_reports/](https://www.rosneft.ru/Investors/statements_and_presentations/annual_reports/) – Дата доступа: 05.10.2019.
9. Годовой отчет ПАО Роснефть за 2014 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.rosneft.ru/Investors/statements\\_and\\_presentations/annual\\_reports/](https://www.rosneft.ru/Investors/statements_and_presentations/annual_reports/). – Дата доступа: 06.10.2019.

10. Абузов, Р.М. Оценка эффективности сделок слияния и поглощения на развитых рынках капитала Западной Европы // Р.М. Абузов, С.А. Григорьева // Экономический журнал ВШЭ. – 2015. – № 2. – С. 199–217.
11. Cording, M. Measuring theoretically complex constructs: the case of acquisition performance, strategic organization / M. Cording, P. Christmann, C. Weigelt // Strategic Organization J. – 2010. – № 8(1). – P. 11.
12. Clougherty, J. A. Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies / J. A. Clougherty, T. Duso // Social Science Research Center. – 2010.
13. Healy, P. M. Does corporate performance improve after mergers / P. M. Healy, K. G. Palepu, R. S. Ruback // Journal of Financial Economics. – 1997. – Vol. 31. – P. 135–175.
14. Healy, P. M. Which takeovers are profitable? Strategic or financial? / P. M. Healy, K. G. Palepu, R. S. Ruback // MIT Sloan Management Review. – 1992. – Vol. 38. – P. 45–57.

Поступила 13.03.2020

## CHANGE IN OPERATING PERFORMANCE AFTER THE M&A DEAL

N. KOSHEVSKY

*In this paper, we study the determinants of the effectiveness of mergers and acquisitions, using the example of a deal for Rosneft to buy shares in the TNK-BP oil company. The effectiveness of the M&A transaction assessed using three methods: the event method, the method of analyzing financial, and the method of creating operational synergy. It is concluded that the inconsistency of the analysis indicators obtained when evaluating the transaction by various methods indicates the influence of non-financial factors.*

*In conclusion, questions that could be conducted to answer the question about the impact of non-financial company value factors after an M&A transaction.*

**Keywords:** M&A, value of company, operational efficiency, synergy, mergers and acquisitions.