

Краткосрочная реакция рынка на трансграничные приобретения российских металлургических компаний

Чиркова Е.В., Чувствина Е.В.

В статье представлены результаты исследования избыточной доходности трансграничных и внутренних сделок, осуществленных российскими металлургическими компаниями. В отличие от более ранних работ, декларирующих положительную избыточную доходность международных приобретений, данное исследование выявило, что трансграничные сделки российских металлургических компаний показывают отрицательную избыточную доходность. Финансовые мультипликаторы трансграничных сделок выше, по сравнению с внутренними сделками, что говорит о переплате российских покупателей при покупке активов за рубежом. Кроме того, рынок хуже оценивает сделки по покупке финансово неблагополучных компаний, а также приобретение компаний из стран, бизнес-культура которых существенно отличается от страны компании-покупателя. Интересным результатом исследования является подтверждение того, что наиболее активный участник международного рынка слияний и поглощений – ОАО «Северсталь» – чаще других приобретает финансово неблагополучные компании, а его сделки, в среднем, показывают более низкую избыточную доходность, по сравнению со сделками других российских металлургических компаний.

Ключевые слова: слияния и поглощения; трансграничные сделки; избыточная доходность; развивающиеся рынки капитала.

Введение

Слияния и поглощения (*mergers and acquisitions* – M&A) являются распространенным инструментом развития компании, позволяющим получить выгоды от финансовой или операционной синергии и усилить конкурентоспособность бизнеса. Результаты более

Чиркова Елена Владимировна – к.э.н., доцент кафедры экономики и финансов фирмы экономического факультета НИУ ВШЭ. E-mail: elenachirkova@hotmail.com

Чувствина Елена Валерьевна – аспирант кафедры экономики и финансов фирмы экономического факультета НИУ ВШЭ. E-mail: e.chuvstvina@gmail.com

Статья поступила в Редакцию в ноябре 2012 г.

ранних исследований показали, что в среднем совокупная доходность (для акционеров обеих компаний-участниц) сделок слияний и поглощений положительна. Приобретения зарубежных компаний – один из срезов массива сделок слияний и поглощений. В условиях глобальной интегрированности экономических связей трансграничные сделки слияний и поглощений стали традиционными элементами стратегии развития компаний. Академические работы, исследующие эффективность трансграничных сделок, как правило, анализируют приобретения, осуществляемые компаниями из развитых стран, в то время как вопрос эффективности сделок компаний с растущих рынков капитала недостаточно изучен. Мнение рынка относительно целесообразности сделок слияний и поглощений находит отражение в краткосрочном изменении котировок акций компании-покупателя при объявлении о сделке. Таким образом, представляется актуальным изучение краткосрочной реакции рынка на объявление о трансграничных приобретениях российских компаний и определение факторов, влияющих на доходность данных сделок.

Факторы, влияющие на эффективность сделок по слияниям и поглощениям, и их возможные теоретические объяснения

Рассмотрим основные факторы, влияющие на эффективность сделок по слияниям и поглощениям.

1. *Финансовое положение компании-цели.* Влияние финансового положения компании-цели неоднозначно. С одной стороны, приобретение прибыльной компании, генерирующей стабильный денежный поток, положительно влияет на операционную эффективность объединенной компании. С другой стороны, покупка финансово стабильной компании может быть сопряжена с уплатой более высокой премии, по сравнению с приобретением финансово неблагополучных компаний, вследствие чего избыточная доходность данного типа сделок может быть ниже. В работе [9] на выборке из 6017 сделок с участием преимущественно компаний из США и Великобритании за период 1984–2008 гг. было показано, что сделки по покупке компаний, испытывающих финансовые затруднения, приносят покупателю наибольшую избыточную доходность (10,42% для четырехдневного окна события), по сравнению с приобретением компаний-банкротов (4,07%) и финансово здоровых целей (1,23%). В работе [17] на выборке из 55 сделок за период 1979–1992 гг. получена положительная избыточная доходность покупателя при объявлении о приобретении финансово несостоятельной цели в размере 2,5% для трехдневного окна события (аналогичный показатель для покупок финансово стабильных компаний составил – 0,4%). Также после заключения сделки наблюдался рост совокупной операционной доходности покупателя и цели. Этот результат противоречит выводам более ранней работы [11]: на выборке из 38 сделок за 1981–1988 гг. авторы выявили отрицательное влияние приобретения финансово неблагополучных компаний на операционную эффективность объединенной компании. В целом, в более ранних работах получена положительная избыточная доходность покупателя при приобретении финансово неблагополучных компаний, однако на долгосрочном временном интервале результаты исследований разнятся: есть свидетельства и положительного, и отрицательного влияния интеграции финансово несостоятельной компании-цели.

2. *Форма собственности компании-цели.* В работах [6; 12; 14; 24] показано, что избыточная доходность компании-покупателя при приобретении частных (закрытых) ком-

паний положительна, тогда как при покупке публичных компаний – отрицательна или близка к нулю. Это может объясняться более низкой конкуренцией и, соответственно, премией при приобретении частных компаний по сравнению с покупкой публичных и, как следствие, меньшей переплатой за компанию-цель.

3. *Степень операционной связанности компании-покупателя и компании-цели.* Степень операционной связанности влияет на возможность применения управленческой практики компании-покупателя в деятельности компании-цели. В сделках горизонтальной интеграции компетенции менеджмента переносятся сравнительно легко. В сделках вертикальной интеграции менеджмент, хорошо знакомый с отраслью компании-цели, может быть некомпетентен в отдельных вопросах управления компанией, оперирующей на другом этапе производственной цепочки, по сравнению с компанией-покупателем. Наибольшие сложности с распространением управленческих компетенций характерны для сделок несвязанной диверсификации. В работе [15] на выборке из 2162 сделок за 1962–1996 гг. для сделок связанной интеграции (горизонтальной и вертикальной) была получена бóльшая избыточная доходность акций компаний-покупателей, по сравнению со сделками несвязанной диверсификации. При этом избыточная доходность горизонтальных сделок выше, чем сделок вертикальной интеграции.

4. *Степень переплаты за компанию-цель.* Согласно *вирусной гипотезе (hubris hypothesis)*, менеджеры компании-покупателя переплачивают за компанию-цель, поскольку искренне верят, что способны лучше руководить ею, нежели менеджеры покупаемой компании [25]. В соответствии с *гипотезой свободного денежного потока (free cash flow hypothesis)*, менеджеры компании-покупателя могут заплатить неоправданно высокую цену за компанию-цель в стремлении руководить «империей» [18]. Одним из индикаторов переплаты является приобретение компании-цели по более высокой цене, рассчитанной через мультипликатор (например, Цена/Чистая прибыль, Price/Earnings, P/E), чем соответствующий показатель по подвыборке сопоставимых компаний. В работе [3] на выборке из 128 сделок за 2000–2008 гг. с участием компаний из развивающихся стран было показано, что сделки с более низким, по сравнению со среднеотраслевым, мультипликатором P/E на коротком окне события показывают более высокую избыточную доходность, чем сделки с мультипликатором, превышающим среднеотраслевой.

5. *Форма оплаты сделки.* При приобретении компании оплата сделки акциями может быть воспринята инвесторами как сигнал об их переоценке. На избыточную доходность продавца при оплате сделки акциями положительно влияет возможность отсрочки уплаты налога на прирост капитала, поскольку оплата акциями трактуется как мена и налоговое обязательство не возникает до момента продажи акций. Влияние этого фактора может частично нивелироваться тем, что акции менее ликвидны, чем деньги. В работе [19] показано, что в среднем избыточная доходность покупателя ниже при оплате сделки акциями, чем при оплате денежными средствами. В работе [21] также показано, что избыточная доходность покупателя существенно ниже при оплате сделок акциями (–24,2% на 5-летнем интервале). Авторы трактуют это как тот факт, что компании стараются совершать сделки и платить акциями, когда их акции переоценены. В работе [3] суммированы результаты работ, исследующих избыточную доходность акций компании-покупателя в разрезе форм оплаты при приобретении публичных и частных компаний. При приобретении частных компаний избыточная доходность значительно положительна вне зависимости от формы оплаты, при этом величина избыточной доходности

больше при оплате акциями. При приобретении публичных компаний избыточная доходность при оплате акциями значимо отрицательна, при оплате денежными средствами – в среднем положительна, но незначима.

6. *Дружественность/недружественность сделки.* При осуществлении недружественных поглощений премия, как правило, ниже, по сравнению с дружественными приобретениями, и, как следствие, меньше переплата за целевой актив. В частности, в работе [21] была получена положительная избыточная доходность акций компании-покупателя при осуществлении недружественных поглощений (61,7% на 5-летнем интервале). Такие статистические результаты обычно объясняют тем, что при недружественной сделке выше вероятность смены неэффективного менеджмента компании-цели.

7. *Приобретение компании-цели на внутреннем рынке или за рубежом.* Работы, рассматривающие данный фактор, сравнивают экономическую эффективность трансграничных и внутренних сделок. Разницу в избыточной доходности данных типов сделок могут объяснить возможность использовать колебания валютного курса, экономия на таможенных сборах, сложности мониторинга работы иностранных подразделений, более высокие затраты интеграции зарубежных активов по сравнению с активами, приобретенными на внутреннем рынке. Далее рассмотрены результаты исследований по данной тематике.

Кто и почему выигрывает от трансграничных поглощений: обзор литературы

Работы, исследующие распределение выигрыша/потерь стоимости от сделок слияний и поглощений между компанией-покупателем и компанией-целью, можно разделить на два основных типа: исследования влияния слияний и поглощений на операционные показатели компании-покупателя в долгосрочной перспективе и анализ реакции рынка на объявление о сделке (как краткосрочной, так и долгосрочной). В рамках данной статьи будут рассматриваться, в основном, исследования краткосрочной доходности сделок слияний и поглощений. Эффективность сделок слияний и поглощений при таком подходе аппроксимируется через изменение котировок акций компании-покупателя относительно изменения доходности альтернативных инвестиций (например, доходности индекса).

В обзоре [19], обобщившем результаты 13 исследований по сделкам 1980-х годов, показано, что в среднем совокупная (для акционеров обеих компаний-участниц) доходность сделок слияний и поглощений положительна. Однако выигрыш от сделки достается, в основном, собственникам поглощаемой компании (премия составляет 20–25% к цене сделки при слияниях и 30–40% при поглощениях), тогда как доходность акций компании покупателя не превышает 1–2%. Авторы указывают, что доходность слияний и поглощений для компаний-участников тесно связана с мотивами осуществления сделок: совокупная доходность положительна, если рынок считает, что целью покупателя является получение синергетического эффекта, близка к нулю, если менеджмент преследует благие намерения, но не обладает достаточной квалификацией для их реализации, и отрицательна, если сделка является следствием оппортунистического поведения менеджмента. В работе [21] на выборке из 788 сделок за 1970–1989 гг. было показано, что на 5-летнем интервале избыточная доходность для собственников компаний-покупателей отрицательна (–6,5%).

Трансграничная интеграция является доминирующей стратегией развития корпораций, нацеленных на освоение зарубежных источников сырья, технологий, расширение производственных мощностей, пополнение клиентской базы, а также исчерпавших возможности роста на внутреннем рынке. В академических работах отсутствует единое мнение относительно эффективности стратегии трансграничной диверсификации. Долгое время считалось, что источниками создания стоимости в трансграничных сделках может являться получение синергетического эффекта (например, вследствие разницы в налогообложении и валютных курсах, благодаря доступу к зарубежным рынкам труда, сырья и капитала, уменьшению таможенных барьеров). В последнее время стали писать и о распространении более строгих стандартов корпоративного управления как источнике создания стоимости (см. работы [5; 7; 22; 27]). Положительно оцениваются рынком сделки по приобретению компании-цели из той же отрасли, что и компания-покупатель, наличие опыта осуществления международных сделок, организации и ведения бизнеса в стране компании-цели [4]. Причинами разрушения стоимости при осуществлении трансграничных сделок могут быть переплата за компанию-цель вследствие сильной конкуренции среди потенциальных покупателей, расширение возможностей оппортунистического поведения менеджеров компании-покупателя, по сравнению со сделками на внутреннем рынке, высокие затраты на интеграцию вследствие политических, экономических и культурных различий ведения бизнеса в разных странах [23]. В табл. 1 суммированы результаты исследований реакции рынка на объявление о приобретении зарубежных компаний.

Таблица 1.

**Исследования эффективности
трансграничных сделок слияний и поглощений**

Исследование	Годы	Страна компании- покупателя	Страна компании-цели	Размер выборки ¹	Окно ²	Доходность покупателя, %
Sakici, Hessel, Tandon, 1996	1983– 1992	США	Великобритания, Канада, ФРГ, Франция, Япо- ния, Австралия, Швейцария, Нидерланды	112 сделок		-0,36
		Великобритания Канада, ФРГ, Франция, Япо- ния, Швеция, Австралия, Швейцария, Нидерланды	США	195 сделок	(0;+1)	0,63***
Goergen, Renngboog, 2004	1993– 2000	Страны Европы	Страны Европы	56 сделок	(-1;0)	2,38*** (со- вокупная доходность покупателя и цели)

Окончание табл. 1.

Исследование	Годы	Страна компании-покупателя	Страна компании-цели	Размер выборки ¹	Окно ²	Доходность покупателя, %
Moeller, Schlingemann, 2004	1985–1995	США	Великобритания, Канада, Франция, Германия	4047 внутренних сделок, 383 трансграничные сделки	(-1;+1)	0,307 для трансграничных сделок, 1,173 для внутренних сделок
Wang, Boateng, 2007	2000–2004	Китай	США, Германия, Корея, Япония, Франция, Канада, Италия, Австралия, Гонгконг	27 сделок	(0;+1)	1,32** для трансграничных сделок
Martynova, Renneboog, 2008	1993–2001	Страны Европы, более 70% – Великобритания, Германия, Франция, Скандинавские страны	Страны Европы, более 50% – Великобритания, Германия, Франция, Скандинавские страны	653 трансграничные сделки, 1456 внутренних сделок	(-1;+1)	0,47** для трансграничных сделок, 0,83*** для внутренних сделок
Bris, Cabolis, 2008	1989–2002	Покупатели из 39 развитых и развивающихся стран, 27% из США	Африка, Азия, Латинская Америка, Северная Америка, Западная Европа, Океания	506 пар трансграничных и внутренних сделок	(-2;+2)	-1,12** для трансграничных сделок
Kuipers, Miller, Patel, 2008	1982–1991	Великобритания, Япония, Франция, Канада, Швейцария	США	181 сделка	(-1;0)	-0,92*** для покупателя, 23,07*** для цели
Ивашковская, Григорьева, 2011	2000–2008	Бразилия, Россия, Индия, Китай	Развитые и развивающиеся рынки	68 сделок	(-20; +20)	Для Индии: 10,51*** – международные сделки, 4,5* – внутренние сделки

¹ Количество трансграничных сделок, если не указано иное.

² В некоторых работах доходность рассчитывается для разных окон события, в данной таблице приведены результаты для коротких окон события.

* – результат значим на 10-процентном уровне, ** – результат значим на 5-процентном уровне, *** – результат значим на 1-процентном уровне.

Из множества исследований, рассматривающих эффективность трансграничных сделок, можно выделить работу [10], в которой анализируется доходность покупателей из развитых стран при приобретении компаний из развивающихся и развитых стран. На выборке из 348 сделок за период 1986–2006 гг. по приобретению целей из развивающихся стран компаниями из развитых стран авторы получили положительную избыточную доходность акций компании-покупателя в размере 1,16%. Приобретение компаний из развивающихся стран компаниями из развитых, по мнению авторов, частично решает проблему институционального несовершенства, свойственного растущим рынкам капитала, позволяет четче специфицировать права в отношении активов целевой компании, что также положительно оценивается рынком. Авторы показывают, что источником создания стоимости в данных сделках могут быть распространение более строгих стандартов корпоративного управления и организации бизнеса, внедрение новых производственных технологий, спецификация прав на интеллектуальную собственность.

Вопрос эффективности трансграничных сделок с позиции покупателей из развивающихся стран исследуется в работе [5]. На выборке из 698 трансграничных сделок за период 1991–2008 гг., осуществленных покупателями из Бразилии, Китая, Индии, Малайзии, Мексики, Филиппин, России и Южной Африки, авторы получили статистически значимую положительную избыточную доходность покупателя в размере 1,72% для трехдневного окна события. Авторы объясняют полученный результат заимствованием более высоких стандартов корпоративного управления компании-цели. Это предположение подтвердил и тот факт, что избыточная доходность компании-покупателя тем выше, чем лучше защищены права акционеров.

Как следует из приведенных выше исследований, в среднем избыточная доходность покупателей в трансграничных сделках положительна и составляет 0,5–1,5%. Ранее в работе [19] в среднем по трем исследованиям, рассчитывающим избыточную доходность сделок (без разбиения на трансграничные и внутренние) для трехдневных окон события, была получена избыточная доходность покупателя в размере –0,05%. Таким образом, трансграничные сделки более эффективны, по сравнению со сделками слияний и поглощений в целом. Другими словами, такие факторы, как расширение сырьевой и сбытовой базы, экономия на таможенных сборах, возможность использовать различия в законодательной базе и колебания валютного курса, перевешивают такие негативные стороны трансграничных сделок, как высокие затраты интеграции зарубежных активов в деятельность компании-покупателя (вследствие политических, экономических и культурных различий ведения бизнеса в разных странах), сложности мониторинга и контроля работы иностранных подразделений.

Помимо аппроксимации эффективности трансграничных слияний и поглощений через реакцию рынка на объявление о сделках, существуют работы, анализирующие изменение финансовых показателей компаний-покупателей в результате осуществления сделок слияний и поглощений. В частности, в работе [4] на выборке из 1137 сделок, осуществленных российскими компаниями, за 2000–2008 гг. (в том числе 120 трансграничных сделок) показано, что и внутренние, и трансграничные сделки снижают операционную эффективность компании-покупателя, следовательно, факт трансграничности сделки не является причиной долгосрочной неэффективности сделок M&A. По нашему мнению, такой результат мог быть получен из-за того, что интервал, на котором исследуется доходность компаний-покупателей, включает 2008 год, и ухудшение финансовых показателей,

по всей видимости, является следствием финансового кризиса, а не заключенных ранее сделок.

Существует ряд работ, анализирующих влияние культурных различий (*cultural distance*) на доходность трансграничных сделок слияний и поглощений. В работе [26] суммированы результаты 13 исследований данного класса (в 7 работах в качестве прокси культурных различий выступал факт трансграничности сделок, методология остальных работ не детализируется): в шести работах декларируется значимо положительное влияние культурных различий на доходность акций компании-покупателя, в двух работах – значимо отрицательное, авторы пяти работ не получили значимых результатов. В целом, на данном этапе в академическом сообществе не сложилось единого мнения по указанному вопросу.

Результаты более ранних исследований показали, что в среднем совокупная (для акционеров обеих компаний-участниц) доходность сделок слияний и поглощений положительна. Величина и знак избыточной доходности и, следовательно, создание или разрушение стоимости компании-покупателя зависят от характеристик компании-цели (страны, финансового положения, формы собственности, степени операционной связанности с покупателем) и параметров сделки (способа оплаты, дружественности). Академические работы, исследующие эффективность трансграничных сделок, для короткого окна события в среднем фиксируют положительную избыточную доходность в размере 0,5–1,5%, что выше, чем по сделкам слияний и поглощений (для сопоставимого окна события). Однако объектами исследования являются, как правило, приобретения покупателей из развитых стран Западной Европы и США, тогда как сделки компаний с растущих рынков капитала недостаточно изучены. Вследствие этого представляется целесообразным исследование трансграничных сделок российских компаний, сравнение показателей избыточной доходности данных сделок с результатами более ранних работ, выявление факторов, влияющих на их эффективность.

Методология исследования

Для оценки экономической эффективности трансграничных сделок используется метод избыточной доходности.

В рамках данного метода проводится анализ отклонения наблюдаемой доходности акций компании-покупателя в момент объявления о сделке от доходности, ожидаемой инвесторами при отсутствии сделки. В данной работе в качестве прокси ожидаемой доходности использовалась доходность индекса ММВБ. Наблюдаемая доходность для ОАО «Северсталь», ОАО «НЛМК», ОАО «ММК» рассчитывалась исходя из котировок акций на ММВБ, для ОАО «Мечел» – исходя из котировок акций на NYSE, для Группы «Евраз» и ОАО «ТМК» – исходя из котировок глобальных депозитарных расписок (GDR) на LSE¹. Избыточная доходность рассчитывается для следующих окон:

- (-2; +2), где 0 – это дата официального объявления о сделке. Применение узкого окна позволяет решить проблему влияния других новостей о компании на колебание

¹ Для расчета наблюдаемой доходности были выбраны наиболее ликвидные инструменты. Для одной компании динамика курсов акций на разных биржах одинакова.

цен акций. Однако с учетом того, что сделки (особенно с участием публичных компаний) могут ожидаться рынком, применение узкого окна ведет к недооценке реакции на объявление о сделке;

- $(-14; +2)$, где 0 – это дата официального объявления о сделке. Применение более широкого окна события позволяет учесть влияние слухов о сделке на избыточную доходность акций компании-покупателя.

Мы используем следующий алгоритм расчета накопленной избыточной доходности (CAR).

а) Расчет доходности акций компании-покупателя/индекса за каждый день в окне наблюдения:

$$(1) \quad R_T = \frac{P_T - P_{T-1}}{P_{T-1}},$$

где P_T – цена закрытия торгов по акции или цена закрытия индекса в день T ; P_{T-1} – в день $T-1$.

б) Расчет избыточной доходности акций компании-покупателя за каждый день в окне наблюдения:

$$(2) \quad AR_i^T = R_i^T - R_m^T,$$

где R_i^T – доходность акций покупателя; R_m^T – доходность индекса.

в) Расчет накопленной избыточной доходности в окне наблюдения:

$$(3) \quad CAR_i^{(x;y)} = \sum_{T=x}^y AR_i^T,$$

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

Выборка

В рамках настоящей работы исследование эффективности трансграничных сделок проводится на примере международных сделок, осуществленных российскими металлургическими компаниями. В 2011 г. металлургическая и горнодобывающая отрасли обеспечили 15% стоимостного и 17% количественного объема сделок с участием российских компаний [1]. Российские металлургические компании активно используют зарубежные активы для расширения производственной и ресурсной базы, заключая крупнейшие по мировым меркам международные сделки [13].

В качестве основного источника информации для получения данных о сделках и финансовых показателях компаний-участниц использовались базы данных Zephyr (Bureau van Dijk) и Merger Market. Для исследования были отобраны завершенные сделки (статус Completed), классифицируемые в базах как «Merger» и «Acquisition».

Для формирования выборки применялись следующие фильтры.

1) Страновой разрез: выборка состоит из внутренних и трансграничных сделок, совершенных российскими компаниями.

2) Отраслевой разрез: сделки в секторе металлургии, где компания-покупатель и компания-цель относятся к секторам а) Zephyr: «Metal mining» («Iron ores»), «Primary metal industries» («Steel works, blast furnaces and rolling and finishing», «Iron and steel foundries»); б) Merger Market: «Industrial products and services» («Iron and steel production»).

3) Временной разрез: сделки за период с 1 января 2005 г. по 31 декабря 2011 г. Выбор периода обусловлен сроками проведения первичного публичного размещения акций (Initial Public Offering – IPO) российскими металлургическими компаниями, поскольку эффективность трансграничной интеграции оценивается через сопоставление доходности акций компании-покупателя с доходностью локального индекса. Сроки IPO компаний-покупателей в выборке: ОАО «Мечел» – октябрь 2004 г., ОАО «Северсталь» – ноябрь 2006 г., Группа «Евраз» – июнь 2005 г., ОАО «НЛМК» – декабрь 2005 г., ОАО «ТМК» – октябрь 2006 г., ОАО «ММК» – апрель 2007 г.

4) Приобретаемая доля: сделки, до которых доля владения компании-покупателя в компании-цели была ниже 15%, а после превысила 50%. Применение данного фильтра позволяет отсеять сделки, где высокая первоначальная доля владения покупателя практически исключает возможность появления иного стратегического инвестора, а также сделки, по которым не происходит переход контроля над компанией-целью.

В выборку вошли 56 сделок, осуществленных российскими металлургическими компаниями, в том числе 33 трансграничные и 23 внутренние. Распределение сделок по годам, регионам и компаниям-покупателям представлено в табл. 2, 3 и 4.

Таблица 2.

**Распределение объявленных сделок
в выборке по годам**

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Трансграничные сделки	1	4	5	17	2	1	3
Внутренние сделки	1	3	11	1	3	4	0
Всего сделок	2	7	16	18	5	5	3
Средняя стоимость сделки, млн долл. США	150	263	286	772	162	23	224

Таблица 3.

Распределение сделок в выборке по регионам компании-цели

	США и Канада	Европа	Азия	Россия
Количество сделок	14	15	4	23
Средняя стоимость сделки, млн долл. США	837	476	48	142

Таблица 4.

Распределение сделок в выборке по компаниям-покупателям

	ОАО «Северсталь»	ОАО «Мечел»	Группа «Евраз»	ОАО «НЛМК»	ОАО «ТМК»	ОАО «ММК»	Итого
Трансгранич- ные сделки	13	7	7	3	2	1	33
Внутренние сделки	3	6	3	4	3	4	23
Итого	16	13	10	7	5	5	56
Средняя стои- мость сделки, млн долл. США	222	282	1141	337	346	116	423
<i>Справочно:</i> среднедневной объем торгов с акциями ком- паний, шт. цен- ных бумаг	1229569	2393604	790712 (GDR, LSE)	1431722	325250 (GDR, LSE)	2742248	-

Наибольшее количество объявлений о сделках в выборке (61%) пришлось на 2007–2008 гг. 2008 год также отличается наибольшей средней стоимостью сделки (771 млн долл. США) по сравнению с другими годами выборки, что связано с объявлением о покупке Группой «Евраз» североамериканского трубного дивизиона группы SSAB (за 4 млрд долл. США) и украинских металлургических активов группы «Приват» (за 3 млрд долл. США совокупно). В целом, покупатели одинаково часто приобретали компании из США и Канады, а также из стран Европы; сделки по покупке компаний из США и Канады отличаются наибольшей средней стоимостью (837 млн долл. США).

Самыми активными покупателями зарубежных активов являлись ОАО «Северсталь», ОАО «Мечел» и Группа «Евраз». Группа «Евраз» также отличается самой высокой средней стоимостью сделки среди компаний выборки (1,1 млрд долл. США по сравнению с 423 млн долл. США в среднем по выборке) вследствие сделок, заключенных в 2008 г., а также сделки по приобретению американской металлургической компании Oregon Steel Mills за 2,3 млрд долл. США, заключенной в 2007 г.

Гипотезы исследования

Гипотеза 1. При приобретении российскими металлургическими компаниями зарубежных активов избыточная доходность компании-покупателя положительна или близка к нулю.

Учитывая результаты более ранних зарубежных и отечественных работ, мы предполагаем, что объявление о трансграничной сделке приводит к приросту котировок акций компании-покупателя по сравнению с приростом значения соответствующего индекса

вследствие расширения ресурсной базы и получения доступа на рынки сбыта, а также преодоления таможенных и торговых барьеров.

Гипотеза 2. При объявлении о трансграничных сделках избыточная доходность российских металлургических компаний ниже, чем при объявлении о внутренних сделках. Мы предполагаем, что рынок ниже оценивает сделки по приобретению зарубежных активов в силу большей асимметрии информации, характеризующей данные сделки, и сложностей с адекватной оценкой зарубежных активов и их последующей интеграцией.

Гипотеза 3. Отрицательную или нулевую избыточную доходность трансграничных сделок, совершенных российскими металлургическими компаниями, можно объяснить относительной переплатой за компанию-цель по сравнению со сделками на внутреннем рынке.

Гипотеза 4. Рынок положительно реагирует на приобретение российскими металлургическими компаниями финансово неблагоприятных целей за рубежом.

Мы предполагаем, что на краткосрочном временном интервале рынок положительно оценивает покупку финансово неблагоприятных компаний, ожидая, что компания-покупатель успешно реструктурирует и интегрирует проблемный актив [9].

Гипотеза 5. Избыточная доходность сделок по приобретению российскими металлургическими компаниями европейских компаний-целей выше, чем по выборке трансграничных сделок в целом.

Мы предполагаем, что рынок выше оценивает приобретения европейских компаний из-за сходства культур России и стран Европы (особенно стран Восточной Европы – Украины, Чехии, Румынии).

Гипотеза 6. Избыточная доходность при объявлении о трансграничной сделке выше у покупателей, активно участвующих в международных операциях. В рамках тестирования данной гипотезы проверяется зависимость избыточной доходности покупателя от опыта осуществления трансграничных сделок. В качестве прокси опыта мы приняли активность покупателя на данном рынке слияний и поглощений. Для тестирования гипотезы мы использовали подвыборки наблюдений, сформированные в зависимости от количества трансграничных сделок, заключенных крупнейшими металлургическими компаниями.

Мы не проводили статистическое тестирование реакции рынка в разрезе типов интеграции (вертикальной, горизонтальной, конгломеративной), способов оплаты сделок (акциями, денежными средствами) и форм собственности компании-цели в связи с тем, что существенную часть сделок нельзя строго отнести ни в одну из указанных выше категорий и, как следствие, недостаточным количеством наблюдений.

Эмпирические результаты исследования и их возможная интерпретация

Для проверки Гипотез 1 и 2 рассчитанное по соответствующей выборке среднее значение кумулятивной избыточной доходности компании-покупателя проверяется на статистическую значимость при помощи *t*-критерия Стьюдента.

Как следует из табл. 5, избыточная доходность трансграничных сделок значимо отрицательна для 17-дневного окна события. Наибольшее значение кумулятивной избыточной доходности (12,24%) для указанного окна события по подвыборке трансграничных сделок было получено для сделки по приобретению в декабре 2007 г. группой

«Евраз» пула украинских активов, ранее принадлежавших группе «Приват»: 99,7% акций ОАО «ДМЗ им. Петровского», 99,25% ОАО ГОК «Сухая балка», 93,74% ОАО «Коксохимический завод «Баглейкокс», 98,65% ОАО «Днепрококс» и 93,83% ОАО «Днепродзержинский коксохимический завод». Сделка была нацелена на расширение ресурсной базы Группы по железорудному сырью и обеспечение дополнительных возможностей сбыта коксующихся углей. Несмотря на информацию об убытках ОАО «ДМЗ им. Петровского», а также о непрозрачности активов группы «Приват» в целом, рынок положительно оценил сделку, вероятно, из-за низкой цены (по данным из открытых источников, по мнению бывших собственников компании, дисконт составил порядка 50% к рыночной цене активов). Наименьшее значение кумулятивной избыточной доходности для подвыборки трансграничных сделок (-27,78%) было получено для сделки по покупке ОАО «Мечел» в 2011 г. британского сталепрокатного завода Invicta Merchant Bar Ltd. ОАО «Мечел» планировал удвоить производственные мощности завода, а также сделать его основным потребителем продукции ОАО «Донецкий электрометаллургический завод». Рынок негативно отреагировал на сделку, вероятно, вследствие того, что прежний владелец компании – группа «Эстар» – был существенно обременен долгами (кредиты были оформлены на разные дочерние компании), и с приобретением завода инвесторы ожидали роста долговой нагрузки ОАО «Мечел». Реакция рынка, возможно, также отражала низкую конкурентоспособность приобретаемого предприятия, косвенным свидетельством которой может являться объявление в сентябре 2012 г. ОАО «Мечел» о продаже данного актива, а также ряда других европейских заводов, оперирующих с минимальной прибылью или в убыток и имеющих высокий долг.

Таблица 5.

Избыточная доходность трансграничных и внутренних сделок, осуществленных российскими металлургическими компаниями в 2005–2011 гг.

	CAR (-2; +2)	CAR (-14; +2)
Трансграничные сделки	-1,48%	-3,14%*
стандартное отклонение	7,67%	10,32%
<i>t</i> -статистика	-1,109	-1,749
Внутренние сделки	0,04%	0,47%
стандартное отклонение	4,70%	7,37%
<i>t</i> -статистика	0,044	0,304
Вся выборка	-0,85%	-1,66%
стандартное отклонение	6,61%	9,32%
<i>t</i> -статистика	-0,968	-1,332

Примечание: * – результат значим на 10-процентном уровне.

Кумулятивная избыточная доходность в размере -3,14% для 17-дневного окна события существенно выше по модулю значения, полученного в работе [8] для трансгра-

ничных приобретений, осуществленных американскими компаниями (-0,04% для 12-дневного окна события). В целом, для трансграничных сделок, осуществленных российскими металлургическими компаниями, мы получили отрицательную избыточную доходность, тогда как в более ранних работах, преимущественно анализировавших сделки между компаниями с развитых рынков капитала (США, стран Европы), была получена в среднем положительная избыточная доходность международных приобретений (см. табл. 1). Более того, в исследованиях, анализирующих международные приобретения компаний с растущих рынков капитала, также была получена положительная (хотя и небольшая по модулю) избыточная доходность [5; 27]. Указанное значение избыточной доходности существенно ниже показателя, полученного в работе [3] в среднем по сделкам, осуществленным компаниями с развивающихся рынков.

Для проверки Гипотезы 3 для подвыборок трансграничных и внутренних сделок был рассчитан средний мультипликатор Цена сделки/Выручка (Price/Sales, P/S)². Первоначальная выборка из 56 наблюдений была сокращена до 17 трансграничных и 11 внутренних сделок из-за отсутствия информации о цене сделки или выручке компании-цели, необходимых для расчета мультипликатора. Для целей тестирования из числа внутренних сделок была исключена сделка по приобретению на аукционе в 2007 г. ОАО «Мечел» компании ОАО «Южно-Кузбасская ГРЭС», поскольку аномально высокие мультипликаторы данной сделки³ сместят оценку средней величины мультипликатора по выборке в целом.

Таблица 6.

**Мультипликаторы Цена сделки/Выручка (Price/Sales)
и Цена сделки/Чистая прибыль (Price/Earnings)
по подвыборкам трансграничных и внутренних сделок**

	Трансграничные сделки		Внутренние сделки	
	количество наблюдений	значение мультипликатора	количество наблюдений	значение мультипликатора
P/S	17	1,2	10	0,7
P/E	11	34,4	10	22,1

Как следует из табл. 6, средний мультипликатор трансграничных сделок выше, чем внутренних. Значимо отрицательная кумулятивная избыточная доходность покупателей в трансграничных сделках вкупе с высокой, по сравнению со внутренними приобретениями, ценой сделки на единицу выручки говорит о том, что российские металлургические компании приобретают зарубежные активы, не обладающие потенциалом создания стоимости для покупателя, по завышенным ценам. Это предположение подтверждает и более

² Мультипликатор Цена сделки/Выручка (Price/Sales, P/S) рассчитывался как отношение совокупной стоимости 100% акций/долей (в случае публичных компаний – капитализации) к совокупной выручке компаний-целей в выборке.

³ P/S = 12,4, P/E = 279 исходя из цены сделки 6,9 млрд руб. или 265 млн долл. США; стартовая цена аукциона составляла 4 млрд руб. или 152 млн долл. США, что соответствует мультипликаторам P/S = 7,1 и P/E = 160.

высокое среднее значение мультипликатора Цена сделки/Чистая прибыль (Price/Earnings, P/E)⁴ для трансграничных сделок (см. табл. 6).

Для проверки Гипотезы 4 избыточная доходность рассчитывалась по подвыборкам трансграничных сделок по приобретению финансово неблагополучных и финансово стабильных компаний, затем при помощи *t*-критерия Стьюдента проверялось, есть ли статистически значимая разница в рассчитанных средних величинах.

К финансово неблагополучным компаниям были отнесены те компании общей выборки, которые показали операционный или чистый убыток в год, предшествующий сделке, а также компании, официально объявившие о банкротстве, техническом дефолте либо о финансовых трудностях. Из 33 трансграничных сделок 13 сделок были классифицированы как приобретения финансово неблагополучных компаний. В число этих сделок вошли: 8 сделок по приобретению компаний, работающих с чистым убытком, три сделки по приобретению компаний, находившихся в состоянии банкротства, две сделки 2011 г. по покупке активов российской группы «Эстар», находящейся под процедурой наблюдения с февраля 2010 г. Результаты проверки Гипотезы 4 представлены в табл. 7.

Таблица 7.

**Избыточная доходность трансграничных сделок
по покупке финансово неблагополучных
и финансово стабильных компаний**

	CAR (-2;+2)	CAR (-14;+2)
Финансово неблагополучная цель	-1,95%	-4,62%
<i>t</i> -статистика	-0,755	-1,263
Финансово стабильная цель	-1,18%	-2,18%
<i>t</i> -статистика	-0,792	-1,192
P-value (H0: <i>diff</i> = 0)	0,798	0,557

Как следует из табл. 7, избыточная доходность при приобретении финансово неблагополучных целей отрицательна и больше по модулю по сравнению с показателем, рассчитанным для сделок по покупке финансово стабильных компаний. Однако результаты статистически незначимы, равно как и незначима разница в средних по указанным подвыборкам.

Для проверки Гипотезы 5 избыточная доходность рассчитывалась по подвыборкам трансграничных сделок по приобретению компаний в странах Европы и в других странах, затем при помощи *t*-критерия Стьюдента проверялось, есть ли статистически значимая разница в рассчитанных средних величинах. Среди трансграничных сделок 15 были нацелены на компании, оперирующие в странах Европы, 18 – на компании других стран. Результаты проверки Гипотезы 5 представлены в табл. 8.

⁴ Мультипликатор Цена сделки/Чистая прибыль (Price/Earnings, P/E) рассчитывался как отношение совокупной стоимости 100% акций/долей (в случае публичных компаний – капитализации) к совокупной чистой прибыли компаний-целей в выборке.

Таблица 8.

**Избыточная доходность трансграничных сделок
российских металлургических компаний
в зависимости от страны компании-цели**

	CAR (-2;+2)	CAR (-14;+2)
Компания-цель в Европе	-0,44%	-2,02%
<i>t</i> -статистика	-0,184	-0,616
Компания-цель в других регионах	-2,34%	-4,08%**
<i>t</i> -статистика	-1,645	-2,130
P-value (H0: <i>diff</i> = 0)	0,506	0,592

Примечание: ** – результат значим на 5-процентном уровне.

Избыточная доходность покупателя при приобретении компании-цели из стран Европы отрицательна и незначима, тогда как при покупке компаний из других регионов значимо отрицательна. В целом, соотношение показателей избыточной доходности по анализируемым подвыборкам соответствуют ожидаемым в рамках Гипотезы 5, тем не менее *t*-критерий Стьюдента не отвергает гипотезу о равенстве средних величин в указанных подвыборках для обоих окон события.

Для проверки Гипотезы 6 избыточная доходность рассчитывалась по группам трансграничных сделок в зависимости от активности компании-покупателя на международном M&A рынке. Группа 1 состоит из 13 сделок, осуществленных ОАО «Северсталь», группа 2 – из 20 сделок, осуществленных остальными покупателями. Результаты проверки Гипотезы 6 представлены в табл. 9.

Таблица 9.

**Избыточная доходность международных сделок
в зависимости от трансграничной активности покупателя**

	CAR (-2;+2)	CAR (-14;+2)
Группа 1	-2,61%**	-4,83%**
<i>t</i> -статистика	-1,867	-2,632
Группа 2	-0,75%	-2,04%
<i>t</i> -статистика	-0,370	-0,750

Примечание: ** – результат значим на 5-процентном уровне.

Как следует из таблицы, избыточная доходность самого активного покупателя – ОАО «Северсталь» – значимо отрицательна и больше по модулю, чем у остальных покупателей, что противоречит Гипотезе 6. Мы предположили, что большая по модулю и отри-

цательная по знаку избыточная доходность ОАО «Северсталь» может быть объяснена систематической относительной переплатой за компанию-цель, однако наше предположение не подтвердилось: средний мультипликатор P/S сделок компаний Группы 1, т.е. «Северстали» (7 наблюдений), составляет 0,6 и он ниже, чем Группы 2 (10 наблюдений), для которой он составляет 1,6. По выборке трансграничных сделок в целом P/S равен 1,2 (табл. 6).

Еще одним объяснением существенной отрицательной избыточной доходности ОАО «Северсталь» может быть нацеленность на финансово неблагополучные компании. Действительно, из 13 сделок, классифицируемых нами как покупка финансово несостоятельных целей, 6 сделок были заключены ОАО «Северсталь», что составляет почти половину трансграничных сделок данной компании, тогда как во второй группе доля покупок финансово несостоятельных целей составила 35%. Таким образом, самый активный покупатель зарубежных активов – ОАО «Северсталь» – чаще приобретает финансово несостоятельные компании, что, как показано в табл. 7, хуже оценивается рынком, по сравнению с приобретением финансово стабильных компаний.

Заключение

В данной статье представлены результаты исследования краткосрочной эффективности трансграничных сделок, заключенных российскими металлургическими компаниями. Обзор результатов более ранних работ выявил, что в среднем на коротком окне события трансграничные сделки показывают небольшую по величине положительную избыточную доходность. Эмпирическое исследование трансграничных сделок российских металлургических компаний показало значимо отрицательную избыточную доходность, существенно более высокую по модулю по сравнению со значениями, найденными в более ранних работах для трансграничных сделок и сделок слияний и поглощений, осуществленных компаниями с развивающихся рынков капитала в целом. В рамках исследования также были получены более высокие значения мультипликаторов трансграничных сделок по сравнению с внутренними сделками, что, возможно, является причиной отрицательной краткосрочной реакции рынка на сделки данного типа. Соотношение показателей избыточной доходности по подвыборкам сделок по приобретению финансово неблагополучных и финансово стабильных компаний, а также компаний из стран Европы и других регионов подтвердило предположения о том, что рынок отрицательно оценивает приобретение компаний, испытывающих финансовые затруднения, а также целей из неевропейских стран. Также было показано, что наиболее активный покупатель зарубежных активов – ОАО «Северсталь» – заключает сделки, которые на краткосрочном временном интервале хуже оцениваются рынком, чем трансграничные приобретения других российских металлургических компаний. Одним из факторов, объясняющих большую по модулю и отрицательную по знаку избыточную доходность ОАО «Северсталь», является то, что данная компания чаще других российских металлургических холдингов покупает финансово неблагополучные активы.

* *
*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. ЗАО «КПМГ» Рынок слияний и поглощений в России в 2011 году. Март 2012 г. (http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_M_A_2r.pdf)
2. *Ивашковская И.В., Шамраева С.А.* Эффективность международных сделок слияний и поглощений компаний с развивающихся рынков капитала: эмпирический анализ (русский) // XI международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества / отв. ред. Е.Г. Ясин. М.: Изд. дом ВШЭ, 2011. Т. 3. С. 532–543.
3. *Чиркова Е.В., Чувствина Е.В.* Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Электронный журнал Корпоративные финансы. 2011. № 3(19). С. 30–43.
4. *Bertrand O., Betschinger M.-A.* Performance of Domestic and Cross-border Acquisitions: Empirical Evidence from Russian Acquirers // *Journal of Comparative Economics*. 2012. Vol. 40. Iss. 3. P. 413–437.
5. *Bhagat S., Malhotra S., Zhu P.C.* Emerging Country Cross-border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-sectional Determinants. (April 17, 2011). (<http://ssrn.com/abstract=1813202>)
6. *Bradley M., Sundaram A.K.* Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions? 2004. (<http://ssrn.com/abstract=592761>)
7. *Bris A., Cabolis C.* The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-border Mergers // *Review of Financial Economics*. 2008. 21(2). P. 605–648.
8. *Cakici N., Hessel C., Tandon K.* Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms // *Journal of Banking and Finance*. 1996. 20. P. 307–329.
9. *Carapeto M., Moeller S., Faelten A.* The Good, the Bad, and the Ugly: A Survival Guide to M&A in Distressed Times. Unpublished Manuscript. 2009. (<http://69.175.2.130/~finman/Reno/Papers/DistressedAcquisitions.pdf>)
10. *Chari A., Ouimet P.P., Tesar L.L.* The Value of Control in Emerging Markets // *The Review of Financial Studies*. 2010. 23 (4). P. 1741–1770.
11. *Clark K., Ofek E.* Mergers As a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1994. 29. P. 541–565.
12. *Conn R., Cosh A., Guest P., Hughes A.* The Impact on U.K. Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions: Working Paper № 276. 2003. (http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/wp_276.pdf)
13. Ernst and Young. Global Steel – 2011 Trends, 2012 Outlook. Competing for Growth in the Steel Sector. 2012. ([http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_steel_2011_trends_2012_outlook/\\$FILE/Global_Steel_Jan_2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_steel_2011_trends_2012_outlook/$FILE/Global_Steel_Jan_2012.pdf))
14. *Faccio M., McConnell J.J., Stolin D.* Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets. 2004. (<http://ssrn.com/abstract=642063>)
15. *Fan J.P.H., Goyal V.K.* On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers. 2002. (<http://www.docs.fce.unsw.edu.au/banking/seminar/2002/VerticalMergers.pdf>)
16. *Goergen M., Renneboog L.* Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids // *European Financial Management*. 2004. 10 (1). P. 9–45.
17. *Hotchkiss E., Mooradian R.* Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11 // *Journal of Financial Intermediation*. 1998. Vol. 7 (3). P. 240–262.
18. *Jensen M.* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *American Economic Review*. 1986. 76(2). P. 323–329.
19. *Jensen M., Ruback R.* The Market for Corporate Control // *Journal of Financial Economics*. 1983. 11. P. 5–50.

20. *Kuipers D.R., Miller D.P., Patel A.* The Legal Environment and Corporate Valuation: Evidence from Cross-border Takeovers // *International Review of Economics and Finance*. 2008. September 1. (<http://ssrn.com/abstract=277488>)
21. *Loughran T., Vijh A.M.* Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? // *Journal of Finance*. 1997. 52. P. 1759–1790.
22. *Martynova M., Renneboog L.* Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-border Mergers and Acquisitions // *Journal of Corporate Finance*. 2008. Vol. 14. № 3. P. 200–223.
23. *Moeller S.B., Schlingemann F.P.* Are Cross-border Acquisitions Different from Domestic Acquisitions? Evidence on Stock and Operating Performance for U.S. Acquirers // *Journal of Banking and Finance*. 2004. (<http://ssrn.com/abstract=311543>)
24. *Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M.* Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisitions?: Dice Center Working Paper № 2003-4. 2003. (<http://ssrn.com/abstract=383560>)
25. *Roll R.* The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *The Journal of Business*. 1986. 59(2). P. 197–216.
26. *Stahl G.K., Voigt A.* The Performance Impact of Cultural Differences in Mergers and Acquisitions: A Critical Research Review and an Integrative Model // *Advances in Mergers and Acquisitions*. 2005. 4. P. 51–82.
27. *Wang Q., Boateng A.* Cross-border M&As by Chinese Firms: An Analysis of Strategic Motives and Performance // *International Management Review*. 2007. Vol. 3. № 4. P. 19–29.
28. <https://zephyr2.bvdep.com/version-2013128/Home.serv?product=zephyrneo>
29. <http://www.bloomberg.com>.
30. <http://mergermarket.com/info/>.