

УДК 336.63

## ***ВЛИЯНИЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ КОРПОРАЦИЙ***

***Маштакова А. С.***

*студентка,*

*Финансовый университет при Правительстве РФ,*

*Москва, Россия*

***Самсонкин М. О.***

*студент,*

*Финансовый университет при Правительстве РФ,*

*Москва, Россия*

### **Аннотация**

В работе на конкретных примерах рассмотрен экономический эффект от сделок слияний и поглощений в корпорациях, отражающийся прежде всего на капитализации компаний. Приводится краткая характеристика таких сделок, методология измерения экономического эффекта для капитализации компаний от них, краткий обзор российского рынка, разбор актуальных ключевых сделок и их анализ. Делается вывод о влиянии таких сделок на котировки акций компаний на бирже и об целесообразности таких сделок по отношению к акционерам корпораций.

**Ключевые слова:** слияния, поглощения, синергия, капитализация, эффективность.

## ***THE IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE VALUE OF CORPORATE SHARES***

***Mashtakova A. S.***

*student,*

*Financial University under the Government of the Russian Federation,*

*Moscow, Russia*

***Samsonkin M. O.***

*student,*

*Financial University under the Government of the Russian Federation,*

*Moscow, Russia*

### **Abstract**

The paper uses concrete examples to consider the economic effect of mergers and acquisitions in corporations, which primarily affects the capitalization of companies. A brief description of such transactions, a methodology for measuring the economic effect on the capitalization of companies from them, a brief overview of the Russian market, analysis of current key transactions and their analysis are given. The conclusion is made about the impact of such transactions on the stock quotes of companies on the stock exchange and about the expediency of such transactions in relation to the shareholders of corporations.

**Keywords:** mergers, acquisitions, synergy, capitalization, efficiency.

Современный этап развития рыночной экономики неразрывно связан с таким явлением, как монополизация. Каждое государство, в том числе и Россия, сталкивается с проблемой создания крупных монополий и в основе этого становления лежат слияния и поглощения. Кроме того, в условиях доминирования на рынке крупных IT-компаний, данные явления проявляются особенно четко. Крупные игроки, такие как «Facebook», «Сбер», «Яндекс» обладают достаточным потенциалом для подавления конкурентов путем

Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

ликвидации их компаний и создания новых мега-корпораций («экосистем») под эгидой сохранения своего информационного превосходства.

Но как же данные тенденции отражаются на стоимости компании, которая может быть выражена котировками акций компаний на бирже? Выгодны ли корпорации слияния и поглощения с точки зрения повышения инвестиционной привлекательности? На этот и многие другие вопросы мы бы хотели ответить в данной работе.

Прежде, чем приступать к частности – обзору российского M&A-рынка, необходимо в общем понять, что такое слияния и поглощения с точки зрения корпоративных финансов.

Слияние – это объединение двух или более хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется новая экономическая единица. Термины слияния и поглощения используются взаимозаменяемо, но поглощение может также означать процесс, результатом которого является установление полного контроля одной компании над другой. Оно происходит в результате выкупа части уставного капитала поглощаемой компании, размер которой должен составлять более 30%. [5]

Рассмотрим виды слияний и поглощений:

1. Горизонтальное слияние – объединяются две компании, работающие в одной отрасли, на одной и той же стадии производственного процесса.
2. Конгломератное слияние – объединяются две компании, которые работают в разных отраслях.
3. Вертикальное слияние – объединяются две компании, работающие в одной отрасли, но на разных стадиях производственного процесса.

Отметим, что увеличение благосостояние акционеров является основной целью слияний и поглощений. Тем не менее существуют и другие мотивы.

1. Синергия. Синергия – самый распространенный мотив, при котором стоимость двух объединенных фирм становится выше, чем одной. Это помогает избежать некоторых затрат, идентичных процессов, и можно

считать, что объединенная организация получает прибыль за счёт снижения издержек или увеличения среднего дохода.

2. Налоговые льготы.
3. Экономия средств. Мотивы экономии также являются движущей силой слияния. Например, наличие диверсифицированной производственной стратегии снизит эксплуатационные расходы. Эта диверсификация приводит к новым источникам денежных потоков. [2]

Измерение экономического эффекта от слияний и поглощений – одна из актуальных проблем в корпоративных финансах. Для этого можно использовать несколько методов, один из которых – метод определения кумулятивной аномальной доходности (CAR), состоит в определении превышения текущей доходности актива над его нормальной доходностью (рассчитанной, классически, по модели CAPM, но в форме регрессионной зависимости). Исследователи склоняются к определению 15-дневного периода от события (назад и вперед по времени), вокруг которого стоит рассматривать кумуляту аномальной доходности. Событием в данном случае может являться любое явление или процесс, имеющий экономический эффект на компанию, в том числе и сделка M&A.

Можно представить данную методологию в формульном виде:

$$CAR_{t_1, t_2} = \sum_{t_1=-15}^{t_2=15} (r_t - (\alpha + \beta * r_{mt})) \quad (1)$$

где  $r_t$  – доходность актива (акции) в день  $t$  относительно события,  $\alpha$  – свободный член уравнения линейной регрессии между акциями эмитента и индекса биржи, где торгуются его акции,  $\beta$  – коэффициент уравнения регрессии (уровень специфического риска, бета-коэффициент),  $r_{mt}$  – доходность рынка акций в день  $t$  относительно события. [4]

Для более формирования более надежного вывода. относительно влияния сделок слияния-поглощения на стоимость акций можно использовать

статистический метод – односторонний тест Стьюдента (при предположении о нормальности распределения доходностей или логдоходностей акций компаний). Тогда гипотезы тестирования можно сформировать следующим образом:

$$\begin{aligned} H_0: r_{t>0} > r_{t\leq 0} \\ H_1: r_{t>0} \leq r_{t\leq 0} \end{aligned} \quad (2)$$

Очевидно, что если доходность в период после события статистически значимо (на уровне значимости 0.05) будет превышать доходность до события, то с доверительной вероятностью 95% можно говорить о положительном эффекте события для капитализации компании.

Учитывая данную методологию, можно перейти к аналитике российского рынка M&A и исследовании конкретных примеров влияния таких сделок на биржевые показатели компаний-участниц.

2020 год стал одним из самых сложных для всей мировой экономики. Пандемия коронавируса и локдаун, обвал цен на нефть, опасения по поводу введения новых санкций и общая неопределенность ситуации вынудили инвесторов частично отказаться от активной деятельности. Однако в целом, несмотря на рост проблем, вызванных новой реальностью, инвесторы готовы приспосабливаться к работе в новых условиях, менять свои бизнес-стратегии и искать новые возможности.

Ожидается, что последствия пандемии, как и предыдущих экономических кризисов, еще долго будут экономику в целом и на инвестиционную активность в частности. После такого непростого для рынка M&A года для 2021 г., очевидно, стало характерно:

- > реализация отложенных и приостановленных сделок;
- > заключение сделок, вызванных пандемией (продажа непрофильных активов, консолидация рынка наименее пострадавшими от пандемии игроками, структурные изменения, направленные на скорейшую адаптацию к жизни в новых условиях);

- > растущая поляризация оценок стоимости активов;
- > увеличение количества сделок;
- > быстрый рост количества сделок в сфере цифровых и иных технологий.

Тенденцию рынка M&A в России в период с 2013 по 2021 гг. можно проследить на рисунке 1.

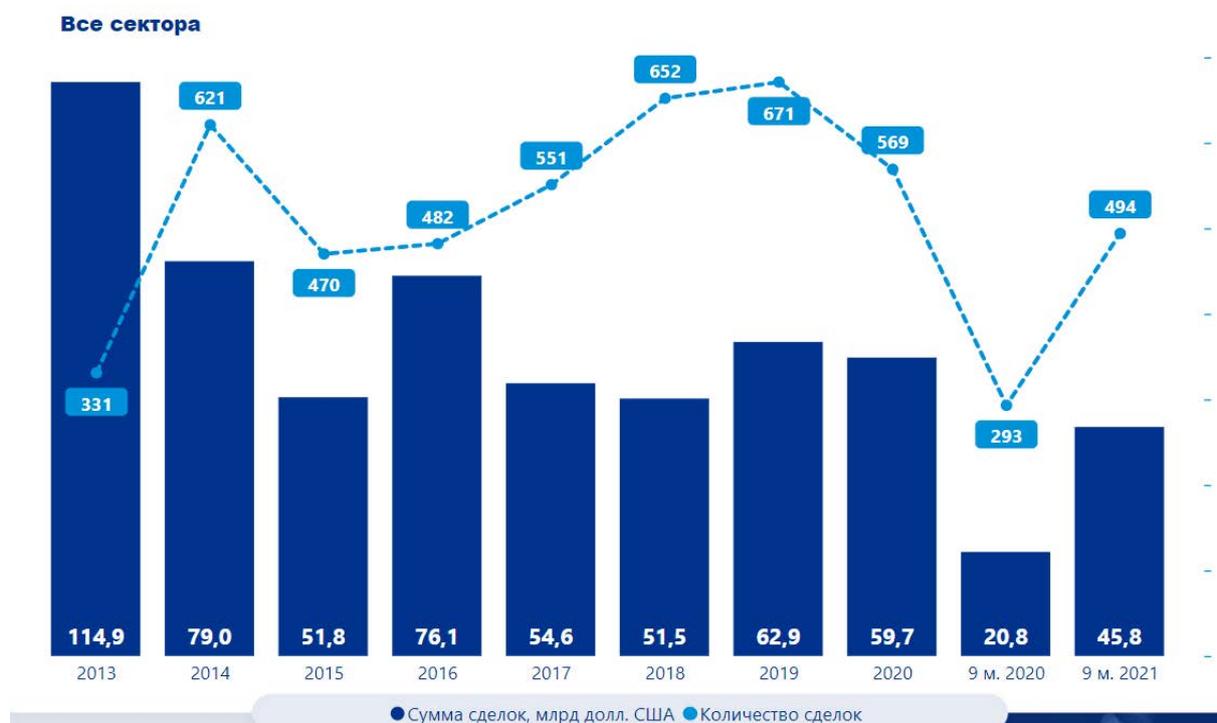


Рис. 1 – Российский рынок M&A в динамике [3]

Предположение о развитии рынка в 2021 году подтвердилось – произошел значительный рост числа сделок – на 69%, также выросла и их общая сумма – на 120%. Стоит отметить, что при этом средняя сумма сделки выросла на 30%, что демонстрирует существование структурных изменений, новых практик оценки активов и прочее. Стоит также отметить, что прозрачность (полнота информации о сделке) в 2021 году достигла 60%.

Для анализа рассмотрим наиболее крупные сделки за 2021 год (таблица 1).

Таблица 1 – Крупнейшие сделки M&A на российском рынке в 2021 году [3]

Объект сделки	Покупатель	Продавец	Доля	Сумма, \$ млн
ТАИФ	Холдинг Сибур	Акционеры	50,0%	4000

		ТАИФ		
Евроцемент	Михайловский завод строительных Материалов; Smikom Group	Сбербанк	100,0%	2116.91
Норильский Никель	Норильский Никель	н.д.	3,4%	1994.97
Группа Fix Price	Qatar Investment Authority; GIC Pte; BlackRock Inc; Stichting Depository Arg Emerging Markets Equity Pool	Менеджеры компании; Марафонская группа; Сергей Ломакин; Артем Хачатрян; Goldman Sachs Group Inc; Миноритарные акционеры	21,3%	1768.92
Nexters Global	Kismet Capital Group (Иван Таврин)	Частные акционеры	82,0%	1682
Группа компаний Дикси	Сеть магазинов Магнит	Mercury Retail Group Ltd	100,0%	1248.92

Наиболее предпочтительной для анализа становится сделка ПАО «Магнит» и Mercury Retail Group Ltd. Во-первых, потому что это сделка полностью прозрачная, во-вторых, это классический пример поглощения, так как 100% активов сети «Дикси» перешло к «Магнит», в-третьих, компания «Магнит» - публичное акционерное общество, чьи акции торгуются на Московской бирже, а значит для текущего исследования этот кейс подходит.

Как отмечает стратегический менеджмент «Магнита», мотивом к осуществлению поглощения послужило достижение эффекта синергии в бизнес-процессах и желание одержать верх в борьбе с конкурентами, особенно в Москве и Санкт-Петербурге. [1]

Датой сделки служит официальный пресс-релиз ПАО «Магнит» о покупке сети «Дикси» от 22.07.2021 г. Это момент ( $t=0$ ), относительно которого будет рассматриваться эффект от поглощения в промежутке с 02.07.2021 г. по 13.08.2021 г., поскольку торги проводятся только в рабочие дни.

С помощью инструментария Excel рассчитаем CAR на данном временном отрезке (таблица 2). Предварительно были рассчитаны параметры уравнения регрессии ( $\alpha$  и  $\beta$ , на отрезке,  $t \in [-135; -16]$ ). [6]

Таблица 2 – Расчет CAR для акций ПАО «Магнит» на отрезке  $t \in [-15; 15]$ .

t	Цена закрытия ПАО "Магнит"	Доходность ПАО "Магнит", $r_t$	Доходность индекса Мосбиржи, $r_{mt}$	Средняя доходность ПАО "Магнит", $a+b*r_{mt}$	ARt (abnormal return)
-15	5250	-0,61%	0,18%	0,08%	-0,68%
-14	5232	-0,34%	0,44%	0,19%	-0,53%
-13	5241	0,17%	0,04%	0,02%	0,15%
-12	5310	1,32%	0,28%	0,12%	1,20%
-11	5344	0,64%	-0,87%	-0,37%	1,01%
-10	5322	-0,41%	-0,15%	-0,06%	-0,35%
-9	5365	0,81%	0,53%	0,22%	0,58%
-8	5416	0,95%	0,04%	0,02%	0,93%
-7	5385	-0,57%	-1,14%	-0,49%	-0,09%
-6	5308	-1,43%	-0,86%	-0,37%	-1,06%
-5	5235	-1,38%	-0,78%	-0,33%	-1,04%
-4	5099	-2,60%	-2,04%	-0,87%	-1,73%
-3	5096	-0,06%	0,30%	0,13%	-0,19%
-2	5142	0,90%	0,50%	0,21%	0,69%
-1	5128	-0,27%	0,85%	0,36%	-0,63%
0	5130	0,04%	-0,53%	-0,23%	0,26%
1	5215	1,66%	0,42%	0,18%	1,48%
2	5198	-0,33%	-0,45%	-0,19%	-0,13%
3	5265	1,29%	1,32%	0,56%	0,73%
4	5347	1,56%	0,58%	0,25%	1,31%
5	5337	-0,19%	-0,86%	-0,37%	0,18%
6	5321	-0,30%	0,44%	0,19%	-0,49%
7	5383	1,17%	0,15%	0,06%	1,10%
8	5415	0,59%	0,45%	0,19%	0,40%
9	5489	1,37%	0,61%	0,26%	1,11%
10	5458	-0,56%	-0,74%	-0,32%	-0,25%
11	5457	-0,02%	0,78%	0,33%	-0,35%
12	5458	0,02%	0,71%	0,30%	-0,28%
13	5465	0,13%	0,39%	0,17%	-0,04%
14	5537	1,32%	0,30%	0,13%	1,19%
15	5504	-0,60%	-0,41%	-0,17%	-0,42%
<b>CAR</b>					<b>4,07%</b>

CAR получился больше 0, что уже демонстрирует положительный эффект для акций ПАО «Магнит» для данного поглощения. Также стоит отметить, что в период до поглощения, CAR был отрицательным и составлял -1,73%, что также не может не показывать, что положительные аномалии, возникшие в распределении цен акций ПАО «Магнит» на бирже, были обусловлены пресс-релизом компании о сделке M&A.

Для формирования окончательного вывода корректно будет провести статистическое исследование с помощью одностороннего теста Стьюдента, который также поддерживает инструментарий Excel. Для формирования статистически достоверного вывода возможно использование большего диапазона данных, чем при расчете с помощью первой методологии. Представим результаты теста на том же отрезке времени относительно события сделки M&A (таблица 3).

Таблица 3 – Результаты t-теста об изменении средней доходности акций ПАО «Магнит» после сделки M&A.

Двухвыборочный t-тест с различными дисперсиями		
	<i>Переменная 1</i>	<i>Переменная 2</i>
Среднее	-0,001917881	0,004734494
Дисперсия	0,000112405	6,93349E-05
Наблюдения	15	15
Гипотетическая разность средних	0	
df	27	
t-статистика	-1,911159138	
P(T<=t) одностороннее	0,033327253	
t критическое одностороннее	1,703288446	
P(T<=t) двухстороннее	0,066654505	
t критическое двухстороннее	2,051830516	

Так как p-value одностороннего теста <0.05, нельзя сделать вывод о том, что средняя доходность после сделки превышает доходность акций до сделки. Также двустороннее тестирование позволяет сделать вывод о том, что между средними доходностями этих периодов нет статистически значимой разницы.

Подводя итог работы, можно сделать вывод, что существует несколько основных причин слияний и поглощений, но многие сходятся на банальном Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

желании монополизации рынка, хоть и под прикрытием налаживания бизнес-связей, хотя отчасти это смежные процессы. Не существует единой и точной методологии оценки эффекта M&A-сделок на капитализацию компаний, причем был рассмотрен достаточно простой пример с полностью прозрачными условиями и 100% поглощением другой компании. Оценка эффекта от более сложных процессов – слияний, объединений, картелизации довольно сложно предугадать. Одно можно сказать наверняка – инвесторы зачастую не идут на риск, даже когда сделка обречена на успех.

### Библиографический список

1. «Магнит» завершил покупку «ДИКСИ» [Электронный ресурс] Официальный сайт сети «Магнит». URL: <https://www.magnit.com/ru/media/press-releases/magnit-zavershil-pokupku-diksi/> (дата обращения: 22.03.2022)
2. Li, Tianqi. (2016). A study on the impact of mergers & acquisitions on shareholders' wealth and efficiency. SHS Web of Conferences. 25. 02013. 10.1051/shsconf/20162502013 (дата обращения: 26.20.2022)
3. M&A-Радар [Электронный ресурс] / КПМГ. URL: <https://home.kpmg/ru/ru/home/insights/2020/08/ma-radar-russia.html> (дата обращения: 22.03.2022)
4. Погожева А. А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам // Корпоративные финансы. 2013. №2. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ispolzovanie-sobytiynogo-analiza-dlya-otsenki-informatsionnoy-znachimosti-rekomendatsiy-analitikov-po-rossiyskim-emitentam> (дата обращения: 26.02.2022).
5. Эванс, Ф. Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях Учебное пособие / Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М., Шматов А., - 4-е изд. - Москва: Альпина Пабли., 2016. - 332 с. ISBN

978-5-9614-5021-7. - Текст: электронный. - URL:  
<https://znanium.com/catalog/product/915882> (дата обращения: 15.02.2022). –  
Режим доступа: по подписке.

6. Экспорт в MetaStock [Электронный ресурс] / «МФД-ИнфоЦентр». URL:  
<https://mfd.ru/export/> (дата обращения: 26.20.2022)

*Оригинальность 75%*