
ОБОСНОВАНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ СТРАТЕГИИ ИНТЕГРИРОВАННОГО РОСТА В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

В.И. Косачев, Т.Р. Ахметзянов

Казанский государственный
финансово-экономический институт
ул. Бутлерова, 4, Казань, Россия, 420087

Статья посвящена вопросам ретроспективной оценки эффективности слияний и поглощений. Наряду с преобладающими пессимистичными оценками стратегии интегрированного роста в нестабильных экономических условиях существует альтернативная точка зрения, согласно которой компании, реализовавшие слияния и поглощения в кризис, получают дополнительные преимущества в конкурентной борьбе. Авторами данной статьи адаптирована международная методика оценки эффективности слияний и поглощений к условиям развивающихся рынков на примере российских компаний, оценен эффект от реализации стратегии интегрированного роста российскими компаниями в условиях глобального экономического кризиса 2007—2009 гг.

Ключевые слова: эффективность слияний и поглощений, стратегия интегрированного роста в условиях кризиса, ивент-анализ.

Постановка проблемы и цели исследования. Глобальный кризис внес существенные коррективы в систему представлений о принципах функционирования экономических субъектов. Волатильность финансовых рынков, отрицательная динамика спроса на основные группы товаров, а также негативные прогнозы развития событий привели к ухудшению инвестиционных ожиданий и, безусловно, оказали влияние на подходы к стратегическому управлению на корпоративном уровне.

Так, традиционно преобладают пессимистичные оценки перспектив стратегии интегрированного роста и, согласно данным консалтинговой компании McKinsey, более 60% инвесторов готовы отказаться от развития бизнеса. Вместе с тем существуют исследования, доказывающие, что проведение слияний и поглощений в неблагоприятных экономических условиях позволяет компаниям достигать более высоких показателей по сравнению с игроками, занявшими пассивную позицию. По материалам компаний BCG [8; 9] и McKinsey [11], к 1999 г. наиболее высокие рыночные показатели демонстрировали компании, избравшие во время рецессии конца 1990-х гг. стратегию слияний и поглощений [3].

Отличия экономических условий в Российской Федерации не позволяют напрямую проецировать результаты исследований западных консультантов. Более низкая степень эффективности отечественного рынка капиталов, а также значительные расхождения в методах представления и анализа информационной базы по экономическим явлениям ограничивают возможность использования при принятии стратегических решений закономерностей выявленных в экономике раз-

витых стран. В связи с этим мы считаем актуальным проведение собственного исследования, целью которого является:

- адаптация международной методики оценки эффективности слияний и поглощений к условиям развивающихся рынков, на примере российских компаний;
- оценка эффекта от реализации стратегии интегрированного роста российскими компаниями в условиях глобального экономического кризиса 2007—2009 гг., обоснование эффективности интеграции в кризисных условиях.

Исходные данные для исследования. Сформулирована система требований к характеристикам показателей, на основе которых предполагается провести анализ стратегии интегрированного роста:

- показатель должен относиться к разряду стоимостных. Разные авторы, включая Брейли, Майерса, Ли, Финнерти, И.Г. Владимирову, проводят аналогию принятия решения о слиянии с решением о реализации любого другого инвестиционного проекта, нацеленного на создание стоимости для акционеров;

- показатель должен отражать эффективность стратегии компании. Выбранный показатель должен учитывать не только операционную, но и стратегическую эффективность компании с учетом временных горизонтов инвестирования и влияния рисков на ее деятельность в долгосрочной перспективе;

- показатель должен опираться на доступные источники информации.

В соответствии с целью исследования нами был отобран ряд показателей, удовлетворяющих указанным критериям:

- рыночная капитализация;
- экономическая добавленная стоимость (EVA);
- коэффициент цена/прибыль (P/E);
- средняя заработная плата (на одного работника компании).

В основу исследования легло изучение зависимости капитализации российских компаний от реализации стратегии интегрированного роста в условиях экономической нестабильности в период с 2007—2009 гг. Рыночная капитализация компании представляет собой стоимость всех ее акций и вычисляется как произведение цен акций на их количество. Согласно гипотезе об эффективности рынка капиталов предполагается, что цена акций отражает всю информацию об активе. Следовательно, показатель рыночной капитализации компаний может быть использован для обоснования эффективности реализуемой стратегии.

Выборку составили компании из различных отраслей экономики, разместившие свои акции путем открытых торгов на фондовой бирже ММВБ и совершившие одну или несколько сделок по слиянию или поглощению в течение 2-го полугодия 2008 г., поскольку именно в данный период индекс ММВБ демонстрировал свои минимальные значения (рис. 1). Данные о сделках по слиянию и поглощению получены с использованием статистических баз ISI Emerging markets [5] и M&A Intelligence [6].

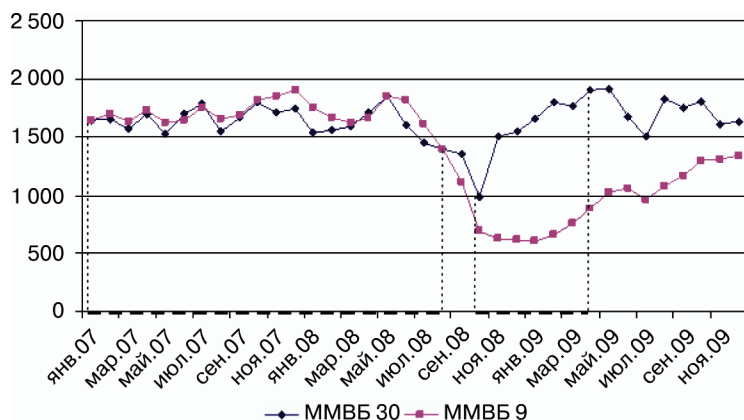


Рис. 1. Динамика индексов ММВБ 30 и расчетного индекса ММВБ 9

Методика исследования. В рамках обоснования эффективности стратегии интегрированного роста в российских условиях предлагается сопоставить динамику капитализации российских компаний в период с 2007—2009 гг. с индексом ММВБ за этот же период. Реализация поставленной задачи требует расчета отдельного индекса для компаний, входящих в выборку.

Индекс ММВБ рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в базу расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих акций на начальную дату, умноженное на значение индекса на начальную дату:

$$Index_T = Index_0 \cdot \frac{\sum_{i=1}^M (P_{iT}^t \cdot Q_{iT})}{\sum_{i=1}^M (P_{i(0)}^t \cdot Q_{iT})}, \quad (1)$$

где $Index_T$ — значение индекса ММВБ на текущий торговый день (T); $Index_0$ — базисное значение индекса; P_{iT}^t — цена i -й акции, рассчитанная в момент времени t текущего дня; $P_{i(0)}^t$ — базисное значение цены i -й акции; Q_{iT} — объем эмиссии i -й акции (в штуках).

Расчет индекса для компаний, входящих в выборку (далее расчетный индекс ММВБ 9), предлагается произвести аналогичным образом.

Одним из наиболее распространенных методов количественной оценки эффективности слияний и поглощений, является методика ивент-анализа [7], исследующая влияние сделки на курсовую стоимость ценных бумаг.

Классический способ использования методики ивент-анализа включает несколько этапов:

1) выявляется регрессионная зависимость между уровнем доходности рыночного индекса и уровнем доходности акций поглощающей (поглощаемой) компании в так называемый чистый период времени от 60 до 90 дней. Чистый период подразумевает минимальные статистические отклонения и отсутствие нестандартных событий, способных повлиять на рыночный курс индекса и цену акций;

2) выбирается период времени за 30 дней до и 30 дней после объявления о сделке. На основе уровня доходности рыночного индекса с использованием выявленной на первом этапе регрессии предсказывается ожидаемая доходность акций поглощающей (поглощаемой) компании;

3) рассчитывается фактическое значение доходности акций поглощающей компании на основе фактических данных о цене акций;

4) сравниваются прогнозные значение цены акций с фактическими и вычисляются значения абнормального остатка. Для N ценных бумаг среднее по выборке значение абнормальной доходности (или дохода) для любого периода события t

будет равно $AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N e_{it}$, где e_{it} — разница между фактическим и ожидаемым

доходом i -й акции в момент t . Полученные значения абнормального остатка за весь период $[t_1; t_2]$ складываются, и вычисляется значение накопленного абнормаль-

ного остатка (CAR): $CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$;

5) построение графика CAR позволяет выявить и оценить эффект, оказанный слиянием на уровень доходности акций поглощающей (поглощаемой) компании [10].

Для целей данного исследования суть ивент-анализа заключалась в сопоставлении индексов ММВБ 30 и ММВБ 9 и определении накопленного абнормального остатка компаний, входящих в состав расчетного индекса, за счет реализации данными компаниями стратегии интегрированного роста в условиях кризиса.

Результаты исследования. В соответствии с логикой ивент-анализа на первом этапе была изучена зависимость динамики расчетного индекса ММВБ 9 от изменений индекса ММВБ 30. В рамках реализации поставленной задачи составлена модель регрессии по данным выборки значений указанных индексов за период с января 2007 г. по сентябрь 2008 г. Величина выборки составила 20 наблюдений. Коэффициент детерминации равен 0,63, что свидетельствует о наличии заметной связи между рассматриваемыми факторами. Выявленная зависимость может быть выражена уравнением регрессии следующего вида: $y = 596,82 + 0,61x$.

На следующем этапе исследования на основе выявленной зависимости был построен ряд прогнозных значений расчетного индекса ММВБ 9 на период с октября 2008 г. по декабрь 2009 г. Для анализа расхождения прогнозных и фактических значений расчетного индекса ММВБ 9 был построен ряд значений разниц данных показателей (рис. 2). Изучение полученных данных позволило сделать вывод о том, что начиная с ноября 2008 г. и вплоть до февраля 2009 г. наблюдается четкая тенденция опережающего роста фактических значений расчетного индекса ММВБ 9 по сравнению с прогнозными. Наличие данной тенденции обуславливается воздействием на динамику индекса эффектов от интеграции компаний, входящих в его состав. Предположительно с марта 2009 г. вследствие ослабления воздействия указанных эффектов, а также в связи с влиянием на индекс иных факторов, не связанных с их интеграционной активностью, наблюдается смена тенденции опережающего роста тенденцией снижения динамики фактических значений расчетного индекса ММВБ 9 по сравнению с прогнозными.

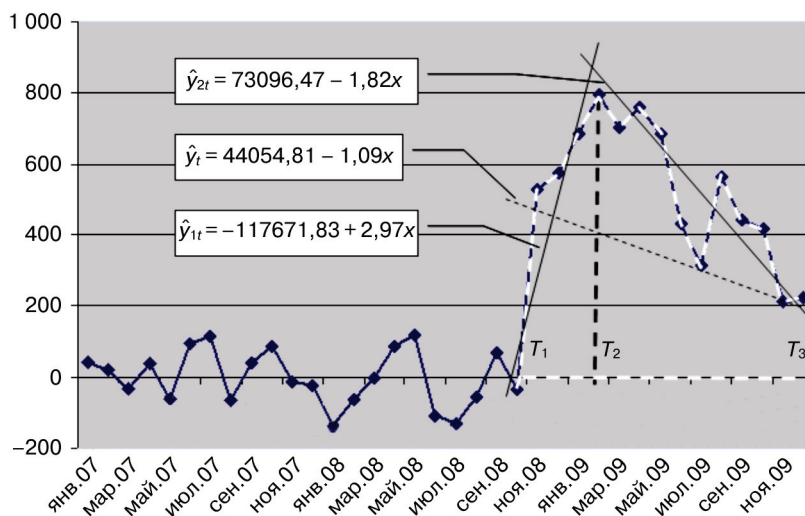


Рис. 2. График определения накопленного абнормального остатка для расчетного индекса ММВБ 9

Достоверность факта смены тенденций в феврале 2009 г. предлагается проверить посредством теста Чоу. Тест Чоу позволяет оценить значимость улучшения регрессионной модели после разделения исходной выборки на части. В рамках данного исследования нулевая гипотеза предполагает, что улучшение статистики вследствие разделения выборки за период $[T_1; T_3]$, где T_1 соответствует ноябрю 2008 г., а T_3 — декабрю 2009 г., в точке T_2 , соответствующей февралю 2009 г., на две части, соответствующие периодам $[T_1; T_2]$ и $[T_2; T_3]$ незначимо. Альтернативная гипотеза предполагает, что улучшение статистики вследствие данного разделения значимо.

На временном интервале $[T_1; T_3]$ прогноз значений \hat{y}_t подчиняется следующему закону распределения: $\hat{y}_t = 44054,81 - 1,09x$.

На временном интервале $[T_1; T_2]$ прогноз значений \hat{y}_{1t} подчиняется следующему закону распределения: $\hat{y}_{1t} = -117671,83 + 2,97x$.

На временном интервале $[T_2; T_3]$ прогноз значений \hat{y}_{2t} подчиняется следующему закону распределения: $\hat{y}_{2t} = 73096,47 - 1,82x$.

Расчет статистики Чоу осуществляется по формуле

$$F(T_2) = \frac{RSS - (RSS_1 + RSS_2)}{RSS_1 + RSS_2} \cdot \frac{n - 2p - 2}{p + 1}, \quad (2)$$

где $RSS = \sum_{t=T}^{T_1} \varepsilon_t^2$ — остаточная сумма квадратов для всего интервала $[T_1; T_3]$;

$RSS_1 = \sum_{t=T_1}^{T_2-1} \varepsilon_{1t}^2$ — остаточная сумма квадратов для интервала $[T_1; T_2]$; $RSS_2 = \sum_{t=T_2}^{T_3} \varepsilon_{2t}^2$ — ос-

таточная сумма квадратов для интервала $[T_2; T_3]$; $\varepsilon_t = \hat{y}_t - y_t$ — неточность в предсказании

ряда на отрезке $[T_1; T_3]$; $\varepsilon_{1t} = \hat{y}_{1t} - y_t$ — неточность в предсказании ряда на отрезке $[T_1; T_2]$; $\varepsilon_{2t} = \hat{y}_{2t} - y_t$ — неточность в предсказании ряда на отрезке $[T_2; T_3]$; $n = T_3 - T_1 + 1$ — количество наблюдений; p — число параметров модели.

Для критерия Чоу критическая область при уровне значимости α — это область

$$\Omega_\alpha : F(T_2) > F_{\text{табл}}(\alpha, p + 1; n - 2p - 2).$$

Значения параметров, участвующих в расчете критерия Чоу в рамках данного исследования, представлены в табл. 1.

Расчет осуществлялся по формуле (2)

$$F(T_2) = \frac{222\,564,43 - (1092,93 + 92\,551,78)}{1092,93 + 92551,78} \cdot \frac{14 - 2 - 2}{1 + 1} = 6,883449,$$

$$F_{\text{табл}}(0,95; 2; 10) = 4,102821,$$

$$F(T_2) > F_{\text{табл}}(\alpha, p + 1; n - 2p - 2),$$

следовательно, нулевая гипотеза отклоняется. Справедлива альтернативная гипотеза, согласно которой разделение выборки за период $[T_1; T_3]$, где T_1 соответствует ноябрю 2008 г., а T_3 — декабрю 2009 г., в точке T_2 , соответствующей февралю 2009 г., на две части, соответствующие периодам $[T_1; T_2]$ и $[T_2; T_3]$, улучшает статистику.

Таблица 1

Параметры, участвующие в расчете критерия Чоу

Дата	Значение параметра						
	y	\hat{y}_t	\hat{y}_{1t}	\hat{y}_{2t}	$\frac{2}{t}$	$\frac{2}{1t}$	$\frac{2}{2t}$
11.2008	527,489	738,481	509,210	—	44 517,551	334,151	—
12.2008	574,035	705,792	598,396	—	17 359,870	593,451	—
01.2009	685,027	672,013	690,555	—	169,367	30,559	—
02.2009	794,324	638,235	782,715	—	24 363,877	134,771	—
03.2009	700,659	607,725	—	724,979	8 636,696	—	591,469
04.2009	757,921	573,946	—	668,712	33 846,610	—	7 958,127
05.2009	683,690	541,257	—	614,261	20 287,255	—	4 820,468
06.2009	432,147	507,478	—	557,994	5 674,781	—	15 837,485
07.2009	314,822	474,789	—	503,543	25 589,583	—	35 615,603
08.2009	564,900	441,010	—	447,276	15 348,487	—	13 835,242
09.2009	442,388	407,232	—	391,010	1 235,977	—	2 639,758
10.2009	418,124	374,543	—	336,558	1 899,333	—	6 652,989
11.2009	212,511	340,764	—	280,291	16 448,799	—	4 594,201
12.2009	223,303	308,075	—	225,840	7 186,240	—	6,436
Сумма:					222 564,430	1 092,930	92 551,780

Факты, установленные посредством проведения теста Чоу, подтверждают выдвинутое ранее предположение о том, что в феврале 2009 г. произошла смена тенденции опережающего роста фактических значений расчетного индекса ММВБ 9 по сравнению с прогнозными на тенденцию к снижению. Данный вывод обуславливает расчет накопленного абнормального дохода расчетного индекса ММВБ 9

как разницы фактических и прогнозных значений данного индекса в точке февраль 2009 г. Накопленный к февралю 2009 г. аномальный доход в размере 794,32 базисных пункта в абсолютном выражении или 79% доходности в относительном для расчетного индекса ММВБ 9, подтверждает тезис о том, что стратегия слияний и поглощений в кризис для российских компаний эффективна.

Выводы по результатам исследования. На основании проведенного исследования представляется возможным зафиксировать ряд результатов и сформулировать следующие выводы.

Основной результат проведенной работы заключается в том, что изученная модель ивент-анализа, применимая для компаний, функционирующих на эффективных рынках капитала, была адаптирована для стран с развивающимися рынками и успешно апробирована в российских компаниях.

Применение методики ивент-анализа позволило получить статистически значимое подтверждение гипотезы об эффективности стратегии интегрированного роста в условиях кризиса в странах с развивающейся экономикой.

Практическим результатом проведенного исследования является зафиксированная в размере 794,32 базисных пункта в абсолютном выражении или 79% доходности в относительном выражении оценка аномальной доходности, полученной компаниями, осуществившими слияния и поглощения в период наиболее острой фазы кризиса 2008—2009 гг.

Полученные в ходе работы результаты позволяют сформулировать ряд приоритетных направлений для дальнейших исследований. Используя зафиксированные положительные оценки эффективности стратегии интегрированного роста в условиях кризиса, целесообразно сопоставить полученные значения с успешностью проведения слияний и поглощений в стабильных экономических условиях, а также изучить операционные показатели эффективности работы компаний, показавших аномальную доходность.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
- [2] Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2005.
- [3] Симонова М. Как не сойти с дистанции // РБК. — № 8, август 2009. — С. 52—58.
- [4] Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
- [5] Информационное агентство ISI Emerging markets / www.securities.com
- [6] Информационное агентство M&A Intelligence / www.ma-journal.ru
- [7] Brown S.J., Warner J.B. Using daily stock returns: The Case of Event Studies // Journal of Financial Economics. — 1985. — 3.
- [8] Jeff Gell, Jens Kengelbach, Alexander Roos. The return of the strategist. Creating value with M&A in downturns / The Boston Consulting Group report, May, 2008.
- [9] Jeff Gell, Jens Kengelbach, Alexander Roos. Be daring when others are fearful. Seizing M&A opportunities while they last / The Boston Consulting Group report, September, 2009.

- [10] *Murthy M.R.* Suryanarayana and Rao, Ullas, Posterior Evaluation of Cross-Border Mergers & Acquisitions: Financial Review of Three Select Cases from Automobile, Energy & IT Sectors (April 3, 2009). 22nd Australasian Finance and Banking Conference 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1463191>
- [11] *Richard F. Dobbs, Tomas Karakolev, Francis Malige.* Learning to love recessions / McKinsey Quarterly. — June, 2002.

PERSUADING EFFICIENCY OF INTEGRATIVE GROWTH STRATEGY IN TIME OF ECONOMIC CRISIS

V.I. Kosachev, T.R. Akhmetzyanov

Kazan state institute of economics and finance
Butlerova str., 4. Kazan, Russia, 420087

The article deals with issues of posterior evaluation of m&a efficiency. The investigation was focused on strategic investment decisions performed in downturn or crisis conditions.

International methodology of m&as evaluation (event study) was tailored to emerging markets' realities using Russian companies as a frame. Authors estimated the abnormal effect which was gained due to utilizing the integrative growth strategy by Russian companies in the downturn faze of economic crisis in 2007—2008.

Key words: m&a efficiency, integrative growth strategy in time of economic crisis, event study.