

**ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ТЕОРИЯ ФИРМЫ****И.С. ПЫЖЕВ**, к.э.н., доцент,[igsep@yandex.ru](mailto:igsep@yandex.ru)**В.Н. РУЦКИЙ**, к.э.н., доцент,[rootskey.vn@gmail.com](mailto:rootskey.vn@gmail.com)

Сибирский федеральный университет,

г. Красноярск, Россия

**ВОЗДЕЙСТВИЕ КОРПОРАТИВНЫХ СЛИЯНИЙ НА ОРГАНИЗАЦИЮ И УПРАВЛЕНИЕ БИЗНЕСОМ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ<sup>1</sup>**

Процесс перераспределения прав собственности на различные ресурсы в современной экономике носит широкий характер и осуществляется перманентно. Непосредственно консолидация активов компаний происходит путем их слияния или поглощения. Необходимо анализировать изменения в организации компаний, возникающие в результате корпоративных слияний и соответствующих им управленческих процессов. Многоаспектность феномена корпоративных слияний привела к появлению значительного числа подходов к их пониманию и моделированию в рамках разных научных дисциплин. Развернутый прикладной анализ воздействия корпоративных слияний на организацию и управление бизнесом должен опираться на раскрытие сделки слияния как единицы анализа в правовом, учетном и экономическом аспектах.

**Ключевые слова:** институциональная теория, корпоративное слияние, корпоративное поглощение, организационная эффективность корпоративных слияний, управленческая эффективность корпоративных слияний, оценка управленческой эффективности корпораций, институты

**I.S. Pyzhev,****V.N. Rutskiy****"The Impact of Corporate Mergers on the Business Organization and Management:****Theoretical Aspects"**

The redistribution of property rights to various resources in the modern economy is broad and carried out permanently. Economic agents tend to coarsen the companies, believing that it should bring a variety of benefits. In practice, however, the corresponding effect is often not achieved, which in turn becomes the subject of study economics.

The companies' asset consolidation is going directly through mergers or acquisitions. It is interesting how mergers affect the organization and management of companies. To understand this it is necessary to analyze the changes in the organization of companies arising from mergers and corresponding management processes.

Multidimensionality of the mergers' phenomenon led to a significant number of approaches to their understanding and modeling within different scientific disciplines. Empirical studies argue that the implementation of transactions do not fully take into account all relevant factors, which leads to inconsistent results. The issues of corporate mergers' influence on the business organization and management are not researched enough.

Advanced applied analysis of the corporate mergers' impact on the organization and management of the business should be based on the disclosure of mergers as the unit of analysis in the legal, accounting and economic aspects and include a number of components: a qualitative analysis of the characteristics of mergers to determine their appropriate and actual forms, quantitative analysis of a set of indicators of organizational and managerial effectiveness of mergers for their members - measurable and comparable, assessment of organizational effectiveness of a merger as changes in the market value of the participant; assessment of managerial efficiency of a merger as a change in control as a quality management structure and financial indicators, the calculation of effectiveness integral evaluations; assessment of the role of institutions – doing business, interacting with the authorities, protecting the property rights.

**Keywords:** corporate merger, corporate takeover, organizational effectiveness, corporate mergers, corporate mergers' management efficiency, evaluation of management effectiveness of corporations.

Процесс перераспределения прав соб-

<sup>1</sup> Результаты получены при выполнении проекта «Оценка эффектов антимонопольной политики (предварительный контроль слияний)», выполненного в рамках тематического плана Программы фундаментальных исследований Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (НИУ ВШЭ) на 2012 – 2013 годы.

ственности на различные ресурсы в современной экономике носит широкий характер и осуществляется перманентно. Яркой доминантой в таком процессе является консолидация активов. Реальные экономические агенты стремятся к укрупнению компаний, полагая, что это должно приносить разнообразные выгоды. Речь идет, например, об увеличении рыночной доли компании, инвестиционных возможностей или сокращении внутрифирменных и рыночных транзакционных издержек. Однако на практике соответствующий эффект часто не достигается, что, в свою очередь, становится предметом исследования экономической науки.

Непосредственно консолидация активов компаний происходит путем их слияния или поглощения. Представляет интерес, каким образом корпоративные слияния воздействуют на организацию и управление компаниями. Чтобы это понять, необходимо, на наш взгляд, анализировать изменения в организации компаний, возникающие в результате корпоративных слияний и соответствующих им управленческих процессов.

В экономических исследованиях существует множество подходов к определению интеграции фирм и классификации типов таких сделок. Наиболее распространены термины «слияния» и «поглощения» («mergers» and «acquisitions»), под которыми в общем виде понимаются передача или приобретение контроля над хозяйственными активами, что, как правило, сопряжено с преобразованием организационно-правовой формы участников такой сделки. Похожий смысл вкладывается в понятия «мягкой» интеграции («альянс», «партнерство», «консорциум», «совместное предприятие», «долгосрочный контракт», «франчайзинг», «лицензирование», «финансово-промышленная группа» и др.), когда не всегда преобразуется юридическая форма.

В связке понятий «слияния – поглощения» одни авторы делают акцент на слиянии как способе получения контроля над компанией-целью сделки, полагая поглощение его дружественной или не дружественной разновидностью [6]. Другие считают слияние видом поглощения [15] в форме реорганизации или приобретения акций, или активов для обретения одной группой акционеров контроля над другой. Третьи полагают, что значения терминов не пересекаются или утверждают множественность форм интеграции [5]. Также слияния и поглощения могут восприниматься как

инвестиции в фирмы [14].

Согласно Р. Брейли и С. Майерсеу слияния и поглощения могут выступать в форме объединения компаний, покупки эффективного большинства акций (для права контроля) или активов у компании (не акционеров) [2]. А. Дамодаран полагает под слияниями способы приобретения целевой компании, под поглощениями – тендерные предложения (недружественное приобретение) о покупке акций или активов [7]. Т. Дж. Галпин и М. Хэндон считают слияния и поглощения реакцией стратегического менеджмента на негативную рыночную ситуацию путем полного или частичного слияния бизнес-процессов или передачи управленческих функций [4]. Ю. Ф. Бригхем и М.С. Эрхадт отождествляют слияния и поглощения с объединением активов и обязательств компаний для повышения стоимости интегрированной фирмы [3].

Российские исследователи П. П. Лапшин и А. Е. Хачатуров относят к слияниям и поглощениям операции «жесткой» или «мягкой» интеграции по трансформации структуры корпоративного контроля [13]. По Г. П. Гохану при «слиянии» выживает лишь один участник, контролирующий все активы, а при «поглощении» происходит недружественное слияние – захват [6]. С. В. Гвардин и И.Н. Чекунов полагают, что сделки интеграции направлены на рыночное доминирование, причем при слиянии новая компания приобретает активы и права прежних, а при поглощении приобретатель не теряет независимости и приобретает контроль над целью сделки, в т. ч. за счет заемного капитала («leveraged buy-out», LBO), менеджментом (MBO), путем рекапитализации или обратного слияния (вливание активов в публичную «оболочку») [5].

Теоретические исследования эффективности корпоративных слияний проводятся в рамках теорий менеджмента, финансов, стратегического управления и маркетинга, теории организации. В теории менеджмента неэффективность корпоративных слияний объясняется такими проблемами, как излишне рискованные управленческие решения в условиях дефицита информации и нерациональное стремление менеджмента к удовлетворению амбиций. С финансовой точки зрения успех слияний зависит от качества финансового анализа партнеров по сделке, величины, структуры, качества обязательств компании-цели и заемного финансирования интеграции, а также целесообразности приобретения переоцененных акти-

вов [21], [24], [26]. Исследования в области стратегического менеджмента и маркетинга также утверждают многообразие факторов неэффективности слияний, например, отсутствие критериев выбора компании-цели слияния, непродуманность плана интеграции, имитация или прямое заимствование стратегий интеграции без учета их специфики и др. Теория организации рассматривает в качестве факторов успешности слияний организационную структуру интеграции и размеры участников, качество и характер коммуникации в компаниях и между ними до и после интеграции, динамику социально-психологического климата в коллективах до и после слияния [19], [22], [23].

Эмпирические исследования анализируют сделки слияния на постинтеграционной стадии («ex-post») по четырем основным направлениям [20]. Первое – анализ публичной доходности ценных бумаг участников сделки. Это наиболее массовый подход, который оценивает доходность сделок по отраслевому, географическому и иным признакам и иллюстрирует информационную неэффективность фондового рынка (необоснованный оптимизм, примеры обогащения за счет инсайдерской информации и пр.). Второе направление – анализ финансовой отчетности компаний до и после сделки (сопоставление с компаниями, не участвовавшими в сделках), который затрудняется несопоставимостью отчетностей, переоценкой активов, инфляцией, различием выборок, что дает различные, иногда противоположные выводы об эффективности слияний. В третьих, проводятся опросы менеджмента участников (социологические обследования по вопросам самооценки результативности слияний), выявляющие неcodифицируемые факторы и проблемы, хотя дают субъективные оценки и противоречивые выводы об эффективности слияний. Наконец, применяется метод кейсов (детальный анализ ряда сделок в форме глубоких интервью менеджеров и вовлеченных аналитиков), при помощи которого объясняется низкая эффективность слияний.

В целом, существует ряд проблем в теории и практике корпоративных слияний и поглощений, затрудняющих разработку и реализацию соответствующих методов их оценки, а именно:

- многоаспектность феномена корпоративных слияний привела к появлению значительного числа подходов к их пониманию и моделированию в рамках разных научных дисциплин;

- эмпирические исследования утверждают, что при реализации сделок не в полной мере учитываются все необходимые факторы, что приводит к противоречивым результатам;

- вопросы влияния корпоративных слияний на организацию и управление бизнесом исследуются мало.

Целью настоящей статьи является разработка теоретических аспектов воздействия корпоративных слияний на организацию и управление бизнесом.

Факторы корпоративных слияний и поглощений можно условно разделить на внешние (макроэкономические факторы – стадия экономического цикла, инфляция, финансовая система, административные барьеры и др., микроэкономические факторы конкуренции, технологических цепочек в отраслях, специфики производства и пр.) и внутренние (характеристики производства, кадров, имущества, акций компании-цели, активность собственников, финансовое состояние всех участников сделки).

Существует множество форм корпоративных слияний и поглощений. Формы могут различаться по направлениям (горизонтальные по отрасли, вертикальные по технологической цепочке, родовые по связанной продукции, конгломератные по принципам или каналам доставки продукции), цели (инвестиционные, оборонительные), стратегии (консолидирующие, диверсифицирующие), территории (местные, региональные, национальные, транснациональные), потенциалу интеграции (производственные для реализации экономии на масштабе, финансовые, смешанные), по отношению менеджмента (дружественные при согласии всех собственников и менеджеров, враждебные), степени концентрации прав (с преобладающим, доминирующим или полным контролем, постоянным или меняющимся), способу финансирования (за счет собственного или заемного капитала, выпуска акций, лизинга), по отражению в учете (цель как отдельная единица отчетности, финансовые вложения или долгосрочные инвестиции), типу структуры (холдинг, корпорация, без статуса юридического лица, с изменением состава участников) Конкретная форма также зависит от рыночной ситуации, стратегий участников, институциональных особенностей корпоративного контроля. Так, в ЕС происходит поглощение средних и малых фирм в смежных отраслях, а для США характерны крупные корпоративные слияния и поглощения.

Участниками корпоративных слияний чаще всего являются: инициаторы получения контроля над компанией, собственники компании-цели, сопровождающие лица (консультанты и рейдеры), органы власти, правоохранительные органы, субъекты силовой поддержки, топ-менеджеры и работники, иные участники (например, реестродержатели, депозитариум).

Сделки слияний и поглощений могут осуществляться с компанией на любой стадии ее жизненного цикла. На этапе «роста» собственник последовательно сталкивается с рисками недружественного поглощения, переходя от дилеммы профессионализма (конфликты менеджмента и персонала) к дилемме собственника (завышение издержек и рост доли заемного капитала) и, наконец, дилемме инвестора (риски упущенных возможностей, постепенный отказ от корпоративного контроля). На этапах «зрелости» и «упадка» компания теряет стратегические преимущества по мере ужесточения внешней среды, усиления бюрократизации менеджмента, и угроза враждебного поглощения сходит на нет. Напротив, уровень финансового развития позволяет фирме самой искать партнера для слияния, причем наибольшая вероятность успеха слияния характерна для стадии «зрелости», когда только начинается процесс бюрократизации.

Можно обобщить определение слияний и поглощений как соглашений по поводу перехода прав контроля над активами, в которых участвуют корпоративные субъекты. Остановимся на трех аспектах таких соглашений – правовом, учетном и экономическом.

В правовом аспекте сделок слияний и поглощений важны две категории – объект сделки (юридическое лицо – сторона и цель сделки) и механизм ее осуществления (как правило, реорганизация). В праве Европейского союза слияние («merger») – основная форма интеграции, – определяется как реорганизация путем поглощения («merger by acquisition») или создания компании («merger by formation of a new company»). Ключевое в ее определении – «рыночная концентрация» при объединении или приобретения контроля над компанией или ее частью (совместно или единолично, за счет более чем 50% доли или преференциальной доли, или фактического влияния). Термин «поглощение» реализуется в национальном праве ЕС в форме публичного «предложения о поглощении» («takeover bid») – добровольном или принудительном получении контроля за счет ценных бумаг.

В российском законодательстве нет термина «поглощение», а термин «слияние» определяется как «реорганизация» юридического лица или «передача всех прав и обязанностей». При этом концентрация прав собственности на обособленное имущество определяет степень корпоративного контроля как признак сделки интеграции, хотя определение контроля не дается. Кроме того, российское право концентрирует свое внимание на изменении рыночной власти и конкуренции, в связи с чем некоторые типы сделок (слияние, присоединение, создание организации, приобретение акций, долей, активов, прав исполнительного органа и пр.) подлежат анализу и получению разрешения со стороны антимонопольных органов. Если право ЕС точнее отражает суть интеграции (свобода трактовки форм, опора на корпоративный контроль без статуса самостоятельного юридического лица), то российское право ориентировано лишь на формальные критерии признания сделок интеграции с целью формального анализа динамики рыночной власти.

Хотя формальные критерии признания сделок слияния или поглощения помогают определиться с информационной базой соответствующего эмпирического анализа, фактическая, но не формальная передача корпоративного контроля зачастую остается за рамками правового подхода, что требует использования учетных и экономических подходов.

Учетный аспект сделок слияний и поглощений предполагает специфические правила отражения в бухгалтерском учете и отчетности процессов реорганизации и приобретения корпоративного контроля. Зарубежная практика унификации систем бухгалтерского учета представлена двумя основными подходами – европейским (система международных стандартов финансовой отчетности – МСФО (IAS), принятая в ЕС) и американским (система общепринятые принципы бухгалтерского учета – GAAP, принятая в США). Если европейский стандарт МСФО 3 понимает под объединением компаний интеграцию в единую отчитывающуюся организацию, а под поглощением – покупку чистых активов, дающих контроль над целью, то американский стандарт SFAS 141 делает упор на корпоративном контроле, т.е. достаточно узком перечне механизмов сделки с неравноправными сторонами. В целом и МСФО 3 и SFAS 141 признают в качестве приемлемого метода учета интеграции метод приобретения справедливо оцениваемых активов, что соответствует и правовой трак-

товке, и экономическому смыслу интеграции. В отличие от этого российская система бухгалтерского учета (Закон РФ «О бухгалтерском учете», Положения о бухгалтерском учете (ПБУ), приказы и разъяснения Минфина, ФКЦБ, ФСФР и пр. документы) ориентирована лишь на правовой аспект слияний в форме реорганизации компании.

Экономический аспект сделок слияний и поглощений необходим для понимания причин интеграции компаний, поскольку раскрывает ее конечную цель – разнообразные мотивы объединения хозяйственных активов: рост доходов, сокращение расходов, изменение налоговой нагрузки; инвестиционная привлекательность активов и т.п. Экономическая трактовка слияний и поглощений органично дополняет правовой и учетный подход к определению сделок интеграции экономическим смыслом целесообразности интеграции преимущественно ради реализации мотива финансово-экономической синергии.

Из анализа правовой, учетной и экономической трактовки и различных факторов интеграции можно сделать вывод, что термины «слияние», «поглощение», «приобретение», «стратегическое партнерство» и им подобные могут быть включены в состав категории «корпоративное слияние» (изменение структуры контроля хозяйственных активов, в которой участвует не менее, чем одна компания) с разницей в степени формализации правомочий участников – от полной реорганизации правовой формы с целью создания конкурентных преимуществ (при полном слиянии) и до портфельных инвестиций в акции (при частичном поглощении) или долгосрочного контракта о взаимодействии (контракт о разделе рынка, о совместных инвестициях и др.). В связи с этим можно, на наш взгляд, пользоваться термином «корпоративное слияние» (или «слияние») как более универсальной категорией.

На одной стороне интеграционной сделки всегда выступает компания-основной бенефициар, в литературе обозначаемая как «инициатор интеграции», «приобретающая компания», «поглотитель» (при добровольной интеграции), «агрессор» (при принудительном захвате) и пр. Будем использовать более общий термин «компания-инициатор корпоративного слияния» для обозначения ведущего участника интеграции, принимающего ключевые решения по этому поводу, что позволяет разрабатывать общие методические принципы анализа воздействия интеграции на корпоративную ор-

ганизацию и управление. На другой стороне интеграционной сделки находится компания-источник новых выгод и преимуществ (для одного или обоих участников интеграции), подчиняющаяся решению инициатора о трансформации структуры хозяйственных активов, которая в литературе обозначается такими терминами, как «мишень интеграции», «приобретаемая компания» (при добровольной интеграции) или «жертва» (при принудительной интеграции). Будем использовать общий термин «компания-цель корпоративного слияния» для обозначения ведомого участника интеграции, подчиняющегося решениям инициатора корпоративного слияния, что также позволит заняться общей методикой анализа воздействия интеграции на корпоративную организацию и управление.

Имеется ряд подходов к количественной оценке привлекательности цели интеграции на основе различных показателей [9]:

- а) рыночный подход (на базе стоимости цели на фондовом рынке);
- б) учетный подход (на базе бухгалтерского учета и отчетности);
- в) смешанный подход (на базе учетных и фондовых оценок);
- г) стоимостной подход (на базе стоимости приобретения цели);
- е) рискованный подход (на базе рисков приобретения цели).

Основу оценки эффективности слияний образуют три фактора бизнес-среды – риск и неопределенность (необходимость дисконтирования денежных потоков), дифференциация доходности вложений по рискам (основа сравнительных оценок) и ликвидность активов (основа оценки управленческой гибкости). В силу сложности реальных слияний (мотивы, риски, факторы, в т. ч. субъективные, формы интеграции) необходимы различные количественные методы с их качественным обоснованием. Самым существенным организационным эффектом слияния является синергия (улучшение консолидированных показателей после слияния. Комплексным показателем синергии слияния является оценка рыночной стоимости компании-участника сделки. Такая оценка осуществляется, как правило, на базе чистой текущей стоимости (NPV), полученной методом дисконтирования денежных потоков. Можно назвать четыре основных показателя рыночной стоимости компании [11], [17]:

- 1) дисконтированный денежный поток DCFA;

2) текущая стоимость APV с учетом неоднородных ставок;

3) экономическая стоимость EV (на базе экономической прибыли);

4) денежные потоки на собственный капитал CFCK.

Комплексная организационная эффективность слияния выражается как разность выгод от слияния и фактических расходов на интеграцию, что является стратегической целью для лица, принимающего решение о целесообразности слияния на прединтеграционной стадии «ex-ante». На интеграционной стадии слияния требуется постоянный мониторинг как выгод, так и издержек. Окончательный эффект от слияния и, соответственно, его эффективность могут быть определены лишь на постинтеграционной стадии слияния («ex-post»), что позволяет сделать выводы об оптимальных организационных механизмах с учетом внутренних и внешних изменений в интегрированной компании.

В данном контексте можно говорить об управленческой эффективности слияния, оценивающей степень реализации стратегических инициатив интегрированной компании в рамках новой системы корпоративного контроля и управления. Такая оценка связана с декомпозицией эффектов интеграции от усилий менеджмента, что важно на постинтеграционной стадии «ex-post».

Одной из ключевых проблем в теории корпоративного управления является несовершенство информации. Фондовые рынки не дают справедливой оценки эффектов слияний. Интересы менеджеров и собственников различаются, а асимметрия информации затрудняет мониторинг действий. Поиск ответов занимается концепция «стейкхолдеров», где корпоративное управление предстает «механизмом установления баланса интересов между заинтересованными участниками бизнеса» [25]. В связи с этим фирма – «сеть контрактов», корпоративное управление имеет социологические и политологические аспекты, а оценка управленческой эффективности слияний не может быть чисто количественной.

Эмпирический анализ организационных структур обычно проводится путем их качественного анализа и анализа показателей внутреннего состояния (например, структура органов управления, уровень концентрации и специализации, доля управленческих расходов, отношения менеджмента и собственников, аффилированность участников слияний и пр.), а

также внешних количественных результатов управления. Информационную базу оценки дают три группы показателей финансового менеджмента:

1) анализ «издержки-объем-прибыль» – оценка финансовой стабильности в связи с объемами выпуска (производственный, финансовый леверидж, маржинальная прибыль, порог рентабельности и др.).

2) анализ структуры капитала – оценка ее оптимальности для синергии слияния (WACC, рентабельность активов ROA и собственного капитала ROE, леверидж и др.).

3) анализ активности на фондовом рынке – оценка эффективности слияния для инвесторов (чистая прибыль и дивиденды на акцию, соотношение цены и доходности, балансовая стоимость акции и др.).

Обычно эмпирический анализ стремится выяснить, демонстрирует ли интеграционная компания более высокие показатели. Такую эффективность можно назвать организационной эффективностью слияния, оценивающей усиление финансово-экономического потенциала интегрированной компании как единого целого. В основе организационной эффективности слияния лежит инвестиционная привлекательность компании-цели, которая определяется на прединтеграционной стадии «ex-ante».

Сформулируем принципы прикладного анализа воздействия корпоративных слияний на организацию и управление бизнесом. Если говорить об эффективности слияний и поглощений в соответствии с моделью жизненного цикла среднестатистической российской корпорации, то, как известно, большая часть сделок происходит даже не на стадии утраты стратегической устойчивости, но уже после потери финансовой устойчивости, фактически в предкризисном или кризисном состоянии.

Мировой и национальный финансово-экономический кризис 2007-2009 гг. выявил глубокие проблемы институтов корпоративного контроля и управления в России и в мире. Так прокатившаяся волна банкротств показала ущербность оценки эффективности корпорации (и результативности слияний) по рыночной капитализации и необходимость активного включения в корпоративные отношения всех ключевых стейкхолдеров, «переход от краткосрочного целеполагания и стимулирования к долгосрочному» [18]. Фондовые котировки носят спекулятивный характер в связи с глубокой зависимостью от мировых финансовых и сырьевых рынков. На постсоветском экономи-

ческом пространстве до сих пор остается в зачаточном состоянии правоприменительная практика, касающаяся использования инсайдерской информации. Особую роль приобретает институциональная близость менеджмента и собственников корпораций к персонифицированным властным группам. Наконец, важны неформальные правила конкуренции. Например, в российских условиях сырьевой специализации, слабых стимулов к модернизации, зарегулированности предпринимательской деятельности, правовой неопределенности, ключевым мотивом слияний является ограничение конкуренции.

Таким образом, развернутый прикладной анализ воздействия корпоративных слияний на организацию и управление бизнесом должен опираться на раскрытие сделки слияния как единицы анализа с использованием правовых (получение корпоративного контроля), учетных (интеграция отчетности, справедливая оценка активов) и экономических подходов (мотивы синергии, преимуществ, определенности).

В качестве обязательных компонентов, которые необходимы для искомого анализа, можно выделить следующие.

1. Идентификация Качественный анализ характеристик слияний (мотивы, факторы, риски) для выявления их целесообразных и фактических форм.

2. Количественный анализ комплекса показателей организационной и управленческой эффективности слияний для их участников – измеримых (исходя из базы данных) и сопоставимых (по времени, участникам, контрольной выборке, регионам, отраслям).

3. Оценка организационной эффективности слияния как изменения рыночной стоимости участника (инвестиционная привлекательность на стадии «ex-ante») исходя из мотивов, задач, данных.

4. Оценка управленческой эффективности слияния как изменения в качестве управления (интегрированная компания на стадии «ex-post») по качеству управленческой структуры и финансовым показателям.

5. Вычисление интегральных оценок эффективности, например, роста экономической добавленной стоимости (планируемого – для организационной эффективности, фактического – для управленческой).

6. Оценка роли институтов – ведения бизнеса (мотивация слияний), взаимодействия с органами власти (например, практика анти-

монопольных предписаний), защиты прав собственности.

Рассмотрим подходы к формализации оценки управленческой эффективности корпораций. Оценка управленческой эффективности корпораций, в частности выступающих объектами (компания-цель) или субъектами (компания-инициатор) слияний и поглощений, базируется на эмпирическом анализе ряда показателей корпоративного управления и отчетности, которые подбираются в зависимости от интересующей сферы корпоративного управления и эмпирической возможности их оценки для получения результатов.

Формальный анализ подобранных данных чаще всего проводится в четыре этапа.

Во-первых, для выбранной сферы корпоративного управления выдвигаются эмпирические гипотезы, предопределяющие выбор методов и набора показателей эмпирического анализа, необходимых для оценки качественных характеристик и результатов корпоративного управления. Верификация гипотез подтверждает или уточняет теоретические концепции в выбранной сфере исследования.

Во-вторых, формируется базы эмпирических данных показателей корпоративного управления, как правило, подобранных по экспериментальной и контрольной выборкам групп корпоративных хозяйственных субъектов.

В-третьих, конструируется эконометрическая модель, пригодная для верификации выдвинутых гипотез на базе подобранных показателей, и проводятся расчеты.

В-четвертых, оцениваются на достоверность полученные статистические результаты, вследствие чего выдвинутые гипотезы подтверждаются или, напротив, опровергаются.

Соответствие эмпирического анализа теоретической сфере определяется выбранной для оценивания сферой корпоративного управления. Исследование процессов внутренней организации управления, таких как выбор организационно-правовой формы, концентрация собственности и распределение контроля, реструктуризация корпорации, структура и смена менеджмента, формирование и управление холдинговой структурой предполагает формулирование гипотез, как правило, относящихся к теории фирмы (различные проявления проблем агентских отношений и оппортунистического поведения, вопросы поиска информации, роли предпринимателя в фирме и инновационной активности и пр.). В свою очередь, анализ

внешних взаимодействий корпоративного управления в таких областях, как формирование достоверной отчетности, дивидендная политика участие в бизнес-ассоциациях, взаимодействие с органами власти, как правило, базируется на концепциях теории финансов, теории механизмов координации, теории отраслевых рынков, теории государственного регулирования экономики [1], [16].

В результате выбора области исследования, с одной стороны, должны формулироваться эмпирические гипотезы, требующие проверки или вносящие свой вклад в теоретические основы выбранной области исследования, а с другой стороны – формироваться перечень показателей, подлежащих статистическому оцениванию (объясняемые переменные – результаты модели) или анализу (объясняющие переменные – факторы модели). При этом важную роль играет методология сбора эмпирических данных. В качестве основных способов получения эмпирических данных об эффективности корпоративного управления могут использоваться следующие источники информации: формализованные опросы менеджмента корпораций; углубленные интервью менеджмента и собственников корпораций; статистическая отчетность корпораций; публичная отчетность корпораций-эмитентов ценных бумаг и т.п.

Если для определения организационной эффективности корпораций требуется лишь оценивание количественных параметров финансово-экономической результативности, то оценка управленческой эффективности корпораций не может полностью опираться на данные статистической или публичной отчетности, поскольку это заранее ограничивает методологию, а вместе с ней и выводы эмпирического анализа. Требуется также оценка качественных параметров, описывающих ключевые процессы и их причины, механизмы и формы взаимодействий, способы мотивации в рамках корпоративного управления. Таковы, например, характеристики структуры собственности корпорации, состав менеджмента и формы его контроля, афилированность фирм в рамках бизнес-группы, размер и отраслевая специфика фирм, степень воздействия конкурентности рыночной среды, формы и эффективность взаимодействия с государством, стимулы принятия решений менеджерами и пр. и т.п. Такого рода параметры либо отсутствуют в официальной отчетности (статистическая отчетность), либо присутствуют в ней в недоста-

точном или искаженном виде (публичная отчетность эмитентов).

В связи с этим помимо подбора достоверных данных из публичной или статистической отчетности, при оценке управленческой эффективности корпораций требуется обращаться к специальным опросным методам сбора эмпирических данных, формализованных в большей (при дистанционном анкетировании) или меньшей степени (при глубоком интервьюировании, когда важно выявить скрытые причины тех или иных событий и явлений).

Что касается эконометрического моделирования эффективности корпоративного управления, то чаще всего используются многомерные линейные и нелинейные статистические модели, например, многомерная линейная регрессионная модель, а также логит-модель или пробит-модель, выбор которых определяется спецификой эмпирических данных.

В силу особенностей исходных данных классические регрессии, как правило, применимы лишь к оценке результативности корпоративного управления (в том случае, если есть возможность получить выборки с достаточно разнообразным множеством значений объясняющих и объясняемых переменных). Большинство же показателей качества и структуры корпоративного управления (для которых множество значений объясняемых переменных может ограничиваться лишь несколькими, например, двумя значениями – «да» или «нет») могут быть достоверно оценены лишь при помощи пробит- (при нормальном распределении значений переменных) и логит-моделей (при логистическом распределении значений переменных). Именно пробит- и логит-модели в наибольшей степени пригодны для верификации содержательных эмпирических гипотез, в частности, получения нетривиальных выводов, опровергающих или дополняющих эти гипотезы.

Методы оценивания достоверности полученных статистических результатов определяются выбранной эконометрической моделью. Так, если для оценивания переменных в моделях линейной регрессии подходит метод наименьших квадратов (минимизация сумм квадратов фактических остатков, необъясненных функцией регрессии), то в логит- и пробит-моделях применяется метод наибольшего правдоподобия, заключающихся в максимизации функции правдоподобия (отыскание наиболее вероятных параметров функции, связывающей объясняемый и объясняющие пере-



менные, по имеющейся выборке значений переменных).

В независимости от используемого метода оценивания процедура моделирования и оценивания показателей корпоративного управления состоит из одной и той же последовательности шагов. Во-первых, определяются объясняемая (зависимая) переменная и ряд объясняющих (факторных) переменных. Во-вторых, конструируется вспомогательная переменная как линейная либо нелинейная комбинация объясняющих переменных с неизвестными параметрами, определяющими воздействие объясняющих переменных на объясняемую переменную, а значит и факторов – на выбранный показатель качества или результативности корпоративного управления. В-третьих, строится уравнение для оценки искомым параметром объясняющих переменных методом наименьших квадратов или методом максимального правдоподобия. Затем проводятся вычисления (при помощи универсальных или специализированных статистических программных средств). После этого интерпретируются полученные результаты и определяется качество оценивания параметров модели исходя из характеристик эмпирической базы данных и использованного метода оценивания.

Результатом проведения эмпирического анализа корпоративного управления является подтверждение (данные подтверждают гипотезу), дополнение (данные подтверждают гипотезу лишь частично) или опровержение (данные опровергают гипотезу) эмпирических гипотез, выдвинутых на основании теоретических концепций.

Например, исследование российских компаний, проведенное Долгопятовой Т.Г. и Ивасаки И. обращает внимание на чрезвычайно высокий уровень концентрации собственности в российской экономике (по данным опроса 2006 г. у более, чем 70% акционерных обществ имеется акционер с контрольным пакетом акций свыше 50%, а в 87% случаев сложился контролирующий собственник или коалиция собственников), что явилось общей характеристикой корпораций постпереходной экономики вне зависимости от организационно-правовой формы, размеров, отрасли, истории. При этом самые разные формы корпоративного контроля, как непосредственного (участие крупного собственника в управлении корпорацией в качестве топ-менеджера, контроль посредством захвата органов управления корпорации, неформальный контроль соб-

ственников), так и опосредованного (контроль посредством дополнительных структур, например, управляющих компаний или менеджеров-контролеров, смена менеджмента или угроза таковой), используются вместо традиционного для развитой рыночной экономики отделения функций управления от владения корпорацией. Наличие у корпорации контролирующих акционеров способствует решению основной проблемы теории фирмы (проблемы оппортунистического поведения менеджмента), поскольку стимулирует акционеро-менеджеров и предоставляет широкие возможности для контроля менеджеров. Было исследовано влияние самых разнообразных факторов корпоративного управления, структуры собственности, отраслевой и региональной принадлежности, конкурентной среды, места в холдинговой структуре, оплата труда менеджеров и пр. на выбор формы корпоративного контроля [8].

В результате проведенных расчетов в рамках четырех моделей логистической регрессии (вероятность неучастия или участия собственника в управлении корпорацией в качестве топ-менеджера) по различным выборкам корпораций (все акционерные общества; акционерные общества за исключением отраслей связи и ТЭК; независимые корпорации и корпорации-управляющие холдингов; корпорации-рядовые участники холдингов) были подтверждены выдвинутые авторами ранее эмпирические гипотезы. Согласно их выводам выбор формы контроля базируется, прежде всего, на стремлении акционеров защитить права собственности. В свою очередь в корпорациях-рядовых участниках холдингов наибольшее значение на отделение управления от собственности оказывают факторы корпоративного управления (размер, отрасль, удлинения горизонта принятия решений, проведение НИОКР и пр.), хотя и при сохранении непрозрачности структуры собственности как дополнительного фактора защиты корпоративного менеджмента [8].

Многоаспектность феномена корпоративных слияний привела к появлению значительного числа подходов к их пониманию и моделированию в рамках разных научных дисциплин. Эмпирические исследования утверждают, что при реализации сделок не в полной мере учитываются все необходимые факторы, что приводит к противоречивым результатам. Вопросы влияния корпоративных слияний на организацию и управление бизнесом исследу-

ются мало.

Если обобщить определение слияний и поглощений как соглашений по поводу перехода прав контроля над активами, в которых участвуют корпоративные субъекты, то правовой, учетный и экономический аспекты таких соглашений приобретают ключевое значение для исследования последствий корпоративных слияний. Анализ правовой, учетной и экономической трактовки и различных факторов интеграции показывает, что термины «слияние», «поглощение», «приобретение», «стратегическое партнерство» и им подобные могут быть включены в состав категории «корпоративное слияние» с разницей в степени формализации правомочий участников – от полной реорганизации правовой формы с целью создания конкурентных преимуществ и до портфельных инвестиций в акции или долгосрочного контракта о взаимодействии. В связи с этим термин «корпоративное слияние» приобретает универсальность.

Развернутый прикладной анализ воздействия корпоративных слияний на организацию и управление бизнесом должен опираться на раскрытие сделки слияния как единицы анализа в правовом, учетном и экономическом аспектах и включать ряд компонентов: качественный анализ характеристик слияний для выявления их целесообразных и фактических форм; количественный анализ комплекса показателей организационной и управленческой эффективности слияний для их участников – измеримых и сопоставимых; оценку организационной эффективности слияния как изменения рыночной стоимости участника; оценку управленческой эффективности слияния как изменения в качестве управления по качеству управленческой структуры и финансовым показателям; расчет интегральных оценок эффективности; оценку роли институтов – ведения бизнеса, взаимодействия с органами власти, защиты прав собственности.

### Литература

1. Авдашева С. Б. 2005. Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? // Российский журнал менеджмента. – 2005. – № 3 (1). С. 3–6.
2. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с. – С. 918.
3. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, Л. Гапенски. – СПб.: Экономиче-

ская школа, 1999. – С. 898.

4. Галпин Т. Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: методы и процедуры интеграции на всех уровнях организационной иерархии / Т. Дж. Галпин, М. Хэндон. – М.; СПб.; Киев: Вильямс. 2005. – С. 55.
5. Гвардин С. В. Финансирование слияний и поглощений в России / С. В. Гвардии, И. Н. Чекунов. – М.: БИНОМ. Лаборатория базовых знаний, 2006. – 195 с. – С. 22.
6. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. А. Гохан. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 741 с. – с. 21
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 1341 с. – С. 924.
8. Долгопятова Т. Г., Ивасаки И. Исследование российских компаний: первые итоги совместного российско-японского проекта. Препринт WP1/2006/1. – М.: ГУ-ВШЭ, 2006.
9. Ендовицкий Д. А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание / Д. А. Ендовицкий, В. Е. Соболева. – М.: КНОРУС, 2010. – 446с. – С. 17.
10. Игнатишин Ю. В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю. В. Игнатишин. – СПб.: Питер, 2005.
11. Козодаев М. А. Оценка бизнеса при слияниях и поглощениях // Аудитор. – 2004. – № 9. – С. 58–63.
12. Лапшин П. П. Синергический эффект при слияниях и поглощениях компаний / П. П. Лапшин; А. Е. Хачатуров // Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – № 2. – С. 21–30. – С. 24.
13. Пайк Р. Корпоративные финансы и инвестирование / Р. Пайк, Б. Нил. 4-е изд. – СПб.: Питер, 2006. – 783 с. – С. 715.
14. Росс С. Основы корпоративных финансов: ключ к успеху коммерческих организаций / С. Росс, Р. Вестерфильд. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – 720 с. – С. 625.
15. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. – М.: Изд. Дом. ГУ-ВШЭ, 2007. – 542 С. – Гл. 4,5,6,7.
16. Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро Пети. – М.; СПб.; Киев: Вильямс, 2005. – С. 125.
17. Яковлев А. А., Данилов Ю. А., Симачев Ю. В. Глобальный финансовый кризис и кор-

поративное управление. // Российский журнал менеджмента. – 2010. – № 2. – с. 21-34.

18. Ashford S. Individual strategies for coping with stress during organizational transitions. // *Journal of Applied Behavioral Science*. – 1988. – 24 (1). – pp. 19–36.

19. Beitel P., Schiereck D., and Wahrenburg M. Explaining the M&A-success in European Bank Mergers and Acquisitions // Working Paper. – University of Witten/Herdecke, Germany, January 2002.

20. Bergh D. D. Predicting divestiture of unrelated acquisitions: An integrative model of ex ante conditions. // *Strategic Management Journal*. – 1997. – 18 (9). – pp. 715–731.

21. Buono A. F., Bowditch J. L., Lewis J. W. When cultures collide: The anatomy of a merger.

// *Human Relations*. – 1985. – 38 (5). – pp. 477–500.

22. DeVoge S., Shiraki J. People factors: The missing link in merger success. // *Compensation & Benefits Management*. – 2000. – 16 (1). – pp. 26–32.

23. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *Journal of Business*. – 1986. – №2.

24. Tirole J. Corporate governance. // *Econometrica*. – 2001. – 69 (1). – pp. 1–35.

25. Walker P., Hanna D. What makes a merger successful? // *Strategic Finance*. – 1999. – 80 (10). – pp. 58–62.

Статья поступила в редакцию 05.02.2014