

Денис Александрович БУЙВОЛОВ<sup>1</sup>

УДК 65.016.4+338.012

## ПОДХОДЫ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ МОТИВОВ В СДЕЛКАХ ПО СЛИЯНИЮ И ПОГЛОЩЕНИЮ

<sup>1</sup> аспирант, старший преподаватель  
кафедры мировой экономики и международного бизнеса,  
Тюменский государственный университет  
denbstudying@gmail.com

### Аннотация

Российская экономика в последние годы столкнулась с рядом трудностей, вызванных резким снижением цен на нефть и введением санкций со стороны США и европейских стран. В совокупности эти факторы привели к снижению курса российского рубля, что в свою очередь привело к дисбалансу в российской экономике. В таком положении в выигрышной ситуации оказались компании, имеющие географическую диверсификацию своего бизнеса либо хорошую вертикальную интеграцию. Оба этих преимущества компании могут получить либо развиваясь за счет внутренних ресурсов, либо за счет приобретения других компаний.

Целью данной статьи является рассмотрение основных мотивов для заключения сделок «слияния и поглощения», подходов в определении данных мотивов в иностранной литературе и выявление основных причин столь низкой активности на рынке «слияний и поглощений» в Российской Федерации. По итогам исследования были сделаны следующие выводы. Во-первых, практически все авторы выделяют в качестве основных мотивов рост компании и синергию. Во-вторых, что касается операционной синергии, то практически все авторы позитивно оценивают данный мотив для заключения сделок, но относительно финансовой синергии все довольно неоднозначно и зависит от эффективности рынка. В-третьих, такой мотив, как диверсификация, тоже вызывает ряд сомнений. Кроме конгломератной скидки при оценке компаний, есть риск неэффективного управления со стороны менеджмента.

---

**Цитирование:** Буйволов Д. А. Подходы к определению мотивов в сделках по слиянию и поглощению / Д. А. Буйволов // Вестник Тюменского государственного университета. Социально-экономические и правовые исследования. 2018. Том 4. № 1. С. 201-211.  
DOI: 10.21684/2411-7897-2018-4-1-201-211

В-четвертых, ряд авторов ставят под сомнение экономическую основу некоторых мотивов. Так, например, многие компании приобретают компании с низким коэффициентом Р/Е, что дает им возможность искусственно повысить показатель прибыли на акцию. Российский рынок «слияний и поглощений» на текущий момент слабо развит. Для выхода из этой ситуации российским компаниям необходимо перенять опыт зарубежных компаний, которые достаточно успешно развиваются за счет сделок «слияний и поглощений».

#### Ключевые слова

Слияния, поглощения, рынок «слияний и поглощений», мотивы в сделках «слияния и поглощения».

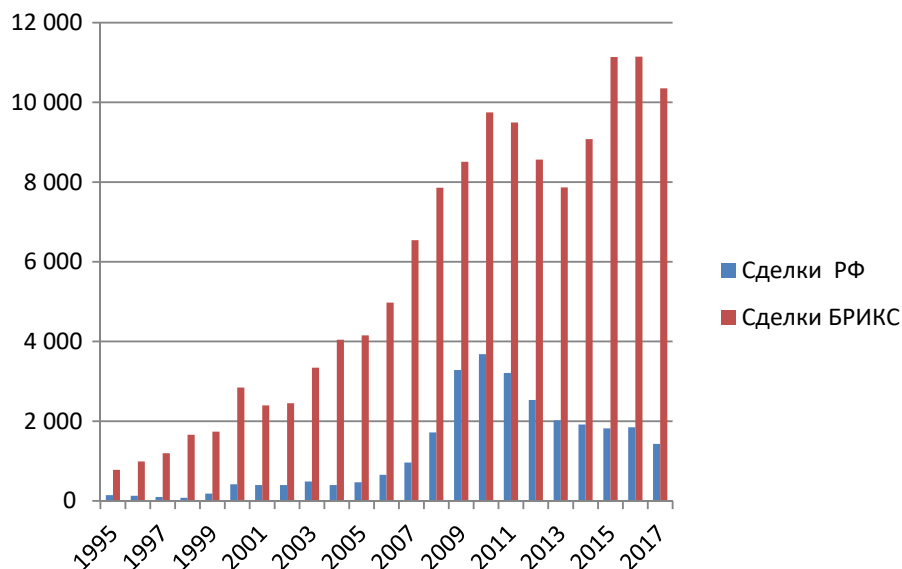
DOI: 10.21684/2411-7897-2018-4-1-201-211

Российская экономика в последние годы столкнулась с рядом трудностей, вызванных резким снижением цен на нефть и введением санкций со стороны США и европейских стран. В совокупности эти факторы привели к снижению курса российского рубля, что в свою очередь привело к дисбалансу в российской экономике. Ряд компаний-экспортеров получили дополнительную выгоду, экспортируя товары за границу и продавая их за иностранные валюты, большинство из которых значительно укрепилось по отношению к российскому рублю. Другие компании, чей бизнес был связан с импортом товаров, наоборот, столкнулись со сложностями, и их рентабельность сильно снизилась, так как затраты очень выросли и при этом они уже не смогли переложить рост затрат на покупателей, что привело к снижению объема прибыли.

В выигрышной ситуации оказались компании, имеющие географическую диверсификацию своего бизнеса либо хорошую вертикальную интеграцию. Оба этих преимущества компании могут получить либо развиваясь за счет внутренних ресурсов, либо за счет приобретения других компаний. В данной статье более подробно будет рассматриваться именно второй вариант.

Перейдем к анализу текущего состояния на российском рынке «слияний и поглощений». По экономической активности российский рынок «слияний и поглощений» лучше всего анализировать в сравнении со странами БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай и ЮАР), так как Россия входит в эту группу стран и эти страны ближе всего по характеристикам к российской экономике. На рис. 1 и 2 представлены данные об объеме и количестве сделок по объединению компаний в Российской Федерации и в БРИКС в целом.

Как видно из рис. 1, количество сделок в странах БРИКС увеличивается из года в год, начиная с 1995 г., за исключением небольшого снижения в 2001/02 г. во время кризиса «доткомов» и после кризиса 2008 г. (с 2010 по 2013 г.). Что касается российских сделок, то мы видим, что их количество росло в основном с 2005 по 2010 г. и на пике составляло практически 40% от общего числа сделок в странах БРИКС. После 2010 г. количество сделок начало снижаться, и с каж-



*Рис. 1.* Количество сделок по слиянию и поглощению в РФ и в странах БРИКС.  
Источник: составлено автором на основе статистических данных [4].

*Fig. 1.* Number of mergers and acquisitions in Russia and the BRICS countries.  
Source: compiled by the author based on statistical data [4].

дым годом объем сделок становился все меньше и меньше. При этом, как правило, из тех сделок, что были заключены, практически все проходили между российскими компаниями. Сделок с участием как российских, так и иностранных компаний становится все меньше. В качестве негативного фактора, конечно же, выступают введенные санкции, но если учесть тот факт, что наши компании в связи со снижением курса рубля стали стоить меньше в долларовом выражении, даже это не помогло увеличить желание иностранных компаний покупать российские активы. Если посмотреть на объем сделок, то здесь ситуация еще хуже. Доля сделок российских компаний в долларовом выражении находится на очень низком уровне, не составляя даже 10%, по итогам 2017 г., от общего объема сделок в странах БРИКС.

С одной стороны, можно в качестве причины указать снижение курса национальной валюты Российской Федерации практически в два раза, но, с другой стороны, даже если сделать поправку на предыдущий курс, все равно объем сделок будет очень низким. Необходимо отметить, что и валюты стран БРИКС значительно скорректировались за это время, но это не помешало росту числа и объема сделок в других странах БРИКС.

Целью данной статьи является рассмотрение основных мотивов для заключения сделок «слияния и поглощения», подходов в определении данных мотивов в иностранной литературе и выявление причин столь низкой активности на рынке «слияний и поглощений» в Российской Федерации.

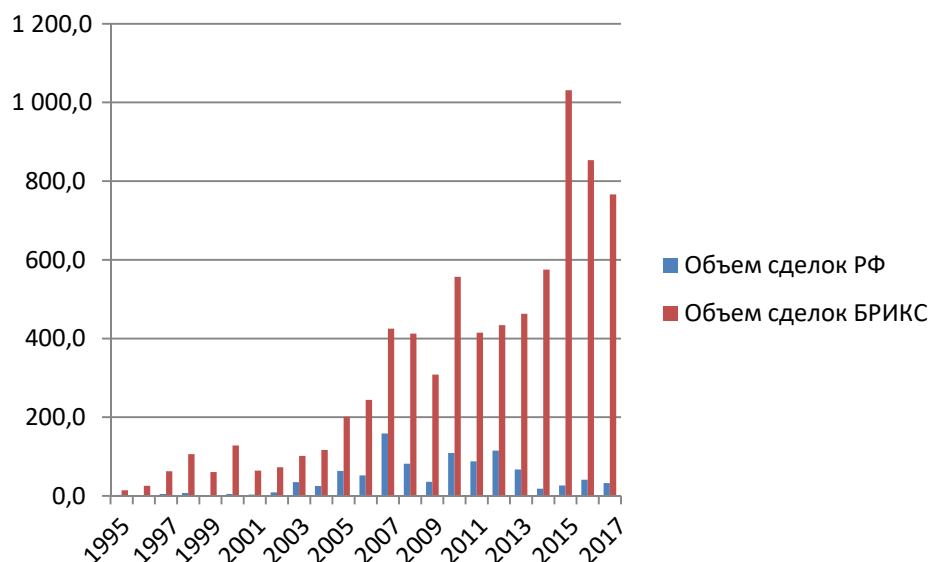


Рис. 2. Объем сделок по слиянию и поглощению в РФ и в странах БРИКС. Источник: составлено автором на основе статистических данных [4].

Fig. 2. The volume of mergers and acquisitions in Russia and the BRICS countries. Source: compiled by the author based on statistical data [4].

Для достижения поставленной цели были проанализированы работы следующих специалистов в области сделок «слияний и поглощений»: Билл Сноу (Bill Snow), Льюис Сигл (Lewis Segall), Доналд Депамфилис (Donald DePamphilis), Патрик Гохан (Patrick Gaughan), Ричард Брейли (Richard Brealey), Стюарт Майерс (Stewart Myers).

Перейдем к более подробному анализу подходов данных авторов. Доналд Депамфилис дает довольно обширный перечень возможных мотивов для сделок «слияний и поглощений» [2]. В качестве первой причины он выделяет операционную синергию, которая может проявляться в экономии от масштаба, экономии от охвата либо от взаимодополняемости активов и технологий. Под экономией масштаба он понимает снижение средних общих издержек фирмы при производстве продукции в части снижения средних фиксированных издержек по мере роста объема производства. Под экономией охвата он понимает снижение средних общих издержек фирмы за счет объединения двух компаний в одну и ликвидации лишних подразделений. Под взаимодополняемостью он понимает приобретение другой компании, которая владеет каким-либо производственным активом или технологией, которого компании-покупателю не хватает в собственном производстве. Этот мотив зачастую движет компаниями в фармацевтической отрасли, где компании часто объединяются для того, чтобы получить доступ к определенным технологиям производства молекул и антител для создания комбинации из лекарств приобретаемой компании и компании-покупателя.

В качестве второй причины автор выделяет финансовую синергию. Под финансовой синергией он понимает снижение средневзвешенной стоимости капитала вновь созданной компании, в случае если денежные потоки компаний имеют низкую корреляцию между собой. Например, компания по добыче нефти покупает компанию по производству нефтепродуктов. Так как продукция данных компаний не идентична и имеет разную зависимость от цен нефти, волатильность денежных потоков от продажи данных продуктов будет разная, что ведет к относительно низкой корреляции потоков и снижению специфического риска компании.

Третьим мотивом автор выделяет желание диверсифицировать бизнес. Он отмечает, что при диверсификации также может наблюдаться финансовая синергия, но сам мотив заключается в том, чтобы купить другой бизнес, выручка которого будет расти с большей скоростью, чем текущий бизнес. При этом Депамлис выделяет в качестве разновидностей диверсификации следующие подтипы: новый продукт — текущий рынок; новый продукт — новый рынок; текущий продукт — новый рынок.

Следующий тип он называет «стратегической перестройкой». Под этим типом он понимает желание компании купить новую технологию, которая позволит компании-покупателю более быстро адаптироваться к изменениям в отрасли, чем в ситуации, если бы компания сама разрабатывала данную технологию. В качестве пятой причины он выделяет желание купить компанию, рыночная стоимость которой ниже балансовой стоимости. При покупке такой компании компания-покупатель в отчете «о прибыли и убытках» после заключения сделки отражает дополнительную прибыль, которая равна разнице между ценой покупки и балансовой стоимостью.

Еще одним фактором, по его мнению, является желание менеджмента увеличить размер компании, для того чтобы получить больше бонусов, если они (бонусы) связаны с размером компании. Ну и еще одним немаловажным фактором является покупка другой компании для увеличения рыночной власти даже при условии, что компания-покупатель понимает факт переплаты за компанию и то, что в краткосрочном периоде эта сделка приведет к убыткам, но делает это с целью сохранить рыночную власть.

Льюис Сигл в своей работе рассматривает ряд новых мотивов. В качестве еще одного мотива он выделяет желание компании-покупателя улучшить свои финансовые показатели [5]. Большинство компаний оцениваются по финансовым мультипликаторам. Одним из основных мультипликаторов является показатель P/E, который рассчитывается как рыночная цена акций, деленная на прибыль на акцию. В случае если P/E компании покупателя достаточно высок, она может приобрести другую компанию с низким P/E, тем самым улучшив общий показатель прибыли на акцию (EPS), который используют многие инвесторы в качестве оценки компаний при выборе потенциальных инвестиций. Исследователь выделяет ситуацию, когда, по мнению компании-покупателя, менеджмент целевой компании действует не в интересах акционеров, а преследует только

свои интересы, и в такой ситуации при объединении компаний менеджмент компании-покупателя сможет более эффективно управлять активами целевой компании. Также в качестве еще одного мотива он выделяет желание приобрести другую компанию с целью ее дальнейшей перепродажи. Такую стратегию, как правило, преследуют Private Equity — компании, которые, выкупая компанию на заемные средства, делают ее частной и затем либо через публичное размещение выводят на рынок уже по более высокой цене, либо просто продают другой компании.

Брейли и Майерс в своей работе приводят следующие варианты мотивов: экономия от масштабов, экономия на вертикальной интеграции, взаимодополняемость ресурсов, избыточность ресурсов, устранение неэффективности, консолидация внутри отрасли. Также они выделяют ряд «сомнительных» мотивов, таких как диверсификация, увеличение EPS, снижение финансовых издержек. Под мотивом избыточности средств Брейли и Майерс понимают ситуацию, когда у компании из зрелой отрасли нет новых потенциально интересных проектов и она обладает большим количеством свободных денежных средств. Часть менеджеров в такой ситуации не хотят распределять свободные денежные средства акционерам через дивиденды или обратный выкуп акций, поэтому они решают купить акции другой компании. Так же как и Сигл, они рассматривают в качестве одного из мотивов устранение неэффективного менеджмента через поглощение этой компании и смену менеджмента с целью улучшения эффективности использования активов и технологий целевой компании. Еще они рассматривают один из типов объединения компании — консолидацию — в качестве способа увеличения рыночной власти и сохранения своего места в отрасли, когда есть угроза, что компании по отдельности не смогут выжить в долгосрочной перспективе [1].

Как уже отмечалось выше, несколько факторов было выделено как «сомнительные». Диверсификация как мотив, по мнению Брейли и Майерса, больше подходит для индивидуального инвестора и не подходит в качестве причины сделок по «слиянию и поглощению». Увеличение EPS компании вообще не имеет какого-либо экономического смысла и больше похоже на финансовые манипуляции. Финансовая синергия, а в частности снижение издержек на привлечение долгового финансирования новой компании, верно лишь для высокоэффективного рынка и на практике не всегда реализуется, так как финансовые институты и потенциальные инвесторы в долговые инструменты компании могут увидеть дополнительные риски для новой компании и не снизить стоимость фондирования.

Билл Сноу выделяет следующие мотивы для объединения компаний: желание заработать больше денежных средств, получение доступа к новым продуктам и новым рынкам, применение вертикальной интеграции, получение выгоды от экономии на масштабе, покупка конкурентов [6]. Покупка конкурентов предыдущими авторами не выделялась в качестве обособленного мотива. Как правило, в такой ситуации менеджмент компании-конкурента не одобряет сделку, и компания-покупатель прибегает к покупке акции в обход действующего

менеджмента, напрямую у акционеров компании, со значительной премией к рыночной цене акций целевой компании.

Патрик Гохан в своей работе также довольно обширно описывает мотивы компаний при объединении [3]. В качестве основного мотива он выделяет рост выручки и в качестве успешного примера приводит компанию Johnson&Johnson, которая в период с 1994 по 2014 г. приобрела более 70 компаний в рамках ее стратегии роста. J&J в качестве целевых компаний выбирает компании с успешными, уже готовыми к производству товарами вместо того, чтобы разрабатывать эти товары самостоятельно. Также исследователь отмечает международные сделки как одну из возможностей для компании выйти на международные рынки. Но у этой стратегии есть и свои минусы. При международной экспансии менеджмент компании-покупателя не всегда сможет эффективно управлять целевой компанией из-за разницы в культурных особенностях разных стран и стилях управления. Также в случае, если компания-покупатель покупает компании из развивающихся стран, может возникнуть проблема с волатильностью валютных курсов данных стран и, как следствие, денежных потоков. На примере автомобильной индустрии и таких компаний, как Daimler, General Motors и Ford, он наглядно показывает, что не всегда международная экспансия заканчивается успешно и может привести к огромным убыткам. Вторым главным мотивом он называет синергию, которая разделяется на операционную и финансовую. В качестве примера операционной синергии он приводит покупку компанией Pfizer компании Wyeth в 2010 г. За счет сокращения ряда ненужных подразделений Pfizer значительно сократила операционные издержки. Эффект от масштаба, по его мнению, играет очень важную роль, но при слишком большом укрупнении может привести к снижению эффективности и росту общих затрат фирмы. В качестве успешного примера он приводит консолидацию в отрасли круизов и компанию Carnival, которая за счет приобретения ряда компаний смогла добиться значительного сокращения средних общих издержек.

Под финансовой синергией он понимает снижение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) компании-покупателя после покупки другой компании. В качестве еще одного мотива Гохан выделяет диверсификацию. При этом он подчеркивает, что при избыточной диверсификации к стоимости компании может применяться конгломератный дисконт, который подразумевает, что стоимость составных частей компании по отдельности может превосходить стоимость всего конгломерата по причине того, что инвесторы не верят в способность менеджмента эффективно управлять разными бизнесами.

### **Выводы**

Итак, основываясь на всех подходах, описанных выше, можно сделать следующие выводы. Во-первых, практически все авторы выделяют в качестве основных мотивов рост компании и синергию. Под ростом компании они понимают рост выручки компании за счет приобретения других компаний. В качестве очень успешного примера можно привести покупку в 2011 г. биотехнологической

компанией Gilead Sciences компании Pharmasset, которая дала компании доступ к лекарству sofosbuvir, ставшему в дальнейшем самым продаваемым лекарством от гепатита С в мире и принесшему сильный рост выручки для компании. В 2016 г. рост выручки компании замедлился, и она вернулась к поискам нового кандидата для покупки. В 2017 г. была заключена сделка по покупке Kite Pharmaceuticals, которая дала доступ к новой технологии разработки лекарств от рака.

Но не всегда при слияниях и поглощениях компании достигают своей цели в виде роста выручки. Например, компания Teva Pharmaceuticals в 2015 г. купила подразделение компании Allergan по производству дженериков, значительно переплатив относительно рыночной цены. В 2017 г. убытки этого сегмента привели к тому, что компания была вынуждена произвести переоценку данного подразделения и списать «гудвил», тем самым зафиксировав дополнительный убыток.

Во-вторых, что касается операционной синергии, то практически все авторы позитивно оценивают данный мотив для заключения сделок, но относительно финансовой синергии все довольно неоднозначно и зависит от эффективности рынка. Также важно отметить, что на финансовую синергию, а именно на средневзвешенную стоимость компании влияет и соотношение объемов сделок. В случае, если компания-покупатель покупает достаточно большую компанию за счет долгового финансирования, то стоимость фондирования для компании может вырасти, так как повышается риск ее банкротства. В таком случае происходит пересмотр кредитных рейтингов компании и, как следствие, повышение требуемой нормы доходности на долговой капитал. Бизнес компании становится более рискованным и повышается специфический риск компании, который приводит к повышению требуемой нормы доходности на акционерный капитал.

В-третьих, такой мотив, как диверсификация, тоже вызывает ряд сомнений. Кроме конгломератной скидки при оценке компаний есть риск неэффективного управления со стороны менеджмента. Ярким примером является компания General Electric, которая владеет бизнесом по производству двигателей для авиаиндустрии, бизнесом по производству электроэнергии, биотехнологическим бизнесом и не только. За 2017 г. цена акций компании упала практически вдвое, так как упала выручка и снизилась чистая прибыль по причине того, что менеджмент компании не справился со столь широкой специализацией.

В-четвертых, ряд авторов ставят под сомнение экономическую основу некоторых мотивов. Так, например, многие компании приобретают компании с низким коэффициентом P/E, что дает им возможность повысить показатель прибыли на акцию. Никакой синергии или желания добавить компании драйверов роста в этих сделках нет. По факту это просто финансовые манипуляции менеджмента. Ну и нельзя не отметить тот факт, что ряд менеджеров покупают другие компании, просто желая увеличить объем компании, так как их бонусы завязаны на объеме выручки или размере компании.

Теперь перейдем к российской экономике. Из таблицы 1 видно, что основным мотивом среди крупнейших сделок в Российской Федерации с 2000 г. был мотив горизонтальной интеграции и расширения рыночной власти.



Таблица 1

Крупнейшие сделки по слиянию и поглощению в РФ

Table 1

The largest deals on mergers and acquisitions in Russia

Год	Покупатель	Целевая компания	Объем, млрд долл.
2012	NK Rosneft'	TNK-BP Ltd	53,9
2003	Yukosneftegaz	Sibneft	13,6
2005	Gazprom	Sibneft	13,1
2004	BaikalFinans Group	Yuganskneftegaz	9,3
2011	Evrax plc	Evrax Group SA	8,3
2005	Gazprom	Sakhalin 2 Project	7,5
2010	Uralkali	Sil'vinit	6,8

Источник: составлено автором  
на основе статистических данных [4].

Source: compiled by the author  
based on statistical data [4].

Вторым мотивом можно назвать вертикальную интеграцию с целью снижения операционных издержек. Диверсификации как мотива практически нет при заключении сделок. Объясняется это тем, что большая часть менеджмента российских компаний не желает принимать на себя риски покупать разные виды бизнеса, и поэтому в нашей стране преобладают специализированные компании. Из конгломератов можно выделить лишь компанию «АФК Система». Сделки по международной экспансии также немногочисленны. Подводя итог всему исследованию, можно сделать вывод, что российский рынок «слияний и поглощений» на текущий момент слабо развит. Введение санкций и снижение курса национальной валюты еще сильнее снизило активность компаний по приобретению других компаний. Для выхода из этой ситуации российским компаниям необходимо перенять опыт зарубежных компаний, которые достаточно успешно развиваются за счет сделок «слияний и поглощений».

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Brealey R. Principles of Corporate Finance / R. Brealey, S. Myers // McGraw-Hill/Irwin, 2014. 1005 p.
2. DePamphilis D. Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions / D. DePamphilis // Elsevier Inc, 2015. 758 p.
3. Gaughan P. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings / P. Gaughan // John Wiley & Sons Inc., 2015. 670 p.
4. Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances: Number & Value of M&A Worldwide. URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>
5. Miller E. Mergers And Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide / E. Miller, L. Segall // John Wiley & Sons Inc., 2017. 314 p. DOI: 10.1002/9781119380375
6. Snow B. Mergers & Acquisitions for Dummies / B. Snow // John Wiley & Sons Inc., 2011. 382 p.

**Denis A. BUYVOLOV<sup>1</sup>**

## **APPROACHES TO DEFINING MOTIVES IN MERGERS AND ACQUISITIONS**

<sup>1</sup> Postgraduate Student, Senior Teacher,  
Department of World Economy  
and International Business,  
University of Tyumen  
denbstudying@gmail.com

### **Abstract**

In recent years, the Russian economy has faced a number of difficulties, caused by a sharp decline in oil prices and the implementation of sanctions by the USA and the European countries. Together, these factors have led to a decline of the Russian ruble, which in turn led to imbalances in the Russian economy. In such situation, the companies, which have either geographic diversification of their business or good vertical integration, have found themselves in a beneficial situation. These both advantages can be obtained either by developing from internal resources or by acquiring other companies.

This article aims 1) to examine the main motives for mergers and acquisitions, as well as the approaches to determining these motives in foreign literature, and 2) to identify the main reasons for such low activity of mergers and acquisitions in the Russian Federation. Based on the results of this study, the author draws the following conclusions. First, most authors identify the growth of a company and its synergy as the main motives. Secondly, with regard to operational synergy, almost all authors positively assess this motive for making deals; yet, in relation to the financial synergy, everything is rather unambiguous and depends on the efficiency of the market. Thirdly, the motive of diversification also raises a number of doubts. In addition to the conglomerate discounts, when assessing companies, there is a risk of ineffective management. Fourth, a number of authors question the economic basis of certain motives. For example, many companies acquire companies with low P/E ratios, which enables them to raise their earnings per share artificially. The Russian market of “mergers and acquisitions” is currently poorly developed. To overcome this situation, Russian companies need to learn from the experience of foreign companies, which are developing quite successfully through mergers and acquisitions.

---

**Citation:** Buyvolov D. A. 2018. “Approaches to Defining Motives in Mergers and Acquisitions”. Tyumen State University Herald. Social, Economic, and Law Research, vol. 4, no 1, pp. 201-211. DOI: 10.21684/2411-7897-2018-4-1-201-211

---

**Keywords**

Mergers, acquisitions, market of mergers and acquisitions, motives for mergers and acquisitions.

**DOI: 10.21684/2411-7897-2018-4-1-201-211**

**REFERENCES**

1. Brealey R, Myers S. 2014. Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin.
2. DePamphilis D. 2015. Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions. Elsevier Inc.  
DOI: 10.1016/B978-0-12-801390-8.00001-6
3. Gaughan P. 2015. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. John Wiley & Sons Inc.
4. Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances: Number & Value of M&A Worldwide.  
<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>
5. Miller E., Segall L. 2017. Mergers and Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide. John Wiley & Sons Inc. DOI: 10.1002/9781119380375
6. Snow B. 2011. Mergers & Acquisitions for Dummies. John Wiley & Sons Inc.