

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.38-58>

JEL classification: C61, G30, G34



Эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке в нефтегазовой и энергетической отраслях

Татьяна Лашук ✉специалист финансового отдела в ООО «СиАрСиСи Рус», Москва, Россия, lashuktatsian@gmail.com, [ORCID](#)**Марк Василевский**руководитель группы внешних решений доставки Lamoda, Москва, Россия, mivasilevskiy@gmail.com, [ORCID](#)**Евгения Филатова**финансовый аналитик в Allianz Partners, Мюнхен, Германия, eugfilatova@gmail.com, [ORCID](#)

Аннотация

Работа представляет собой всестороннее исследование сделок слияний и поглощений на российском рынке, особенно в нефтегазовой и энергетической отраслях. Данная статья восполняет существующий пробел в литературе, в ней раскрываются ключевые тренды в области слияний и поглощений, содержится обзор деятельности в этой сфере и оценивается их эффективность путем совместного применения анализа среды функционирования (АСФ) и кейсового анализа, а также исследуется влияние геополитических факторов на данные сделки. Научная новизна заключается в ценных наблюдениях в сфере слияний и поглощений в двух мало изученных, при этом важных секторах российской экономики. Кроме того, инновационное применение АСФ и кейсового анализа углубляет наше понимание тенденций в указанных отраслях в течение 22 лет, включая сделки слияний и поглощений 2022 г. Наша выборка состоит из 23 сделок по 17 российским компаниям в энергетической и нефтегазовой отраслях. Мы отобрали сделки, в результате которых компании-покупатели приобрели больше 50% поглощаемой компании, таким образом, компания-покупатель получила возможность контролировать операционную деятельность и эффективность приобретенной компании. Прослеживается влияние геополитического воздействия на результаты сделок слияний и поглощений, что исключительно важно, учитывая уникальную геополитическую ситуацию в России. Данное исследование может иметь практическое значение для отечественных и международных компаний, рассматривающих возможность заключения сделок слияния и поглощения в нефтегазовой или энергетической отрасли России, его выводы можно применить при реализации стратегий в будущем. Выявлены перспективные положительные тенденции в этом направлении, для полной оценки влияния таких сделок слияний и поглощений на эффективность деятельности компании необходимы дальнейшие исследования и данные за длительный период времени.

Ключевые слова: слияния и поглощения, анализ среды функционирования, кейсовый анализ, российский рынок, нефтегазовая отрасль, энергетическая отрасль

Цитирование: Lashuk T., Vasilevskiy M., Filatova E. (2023) Performance of M&A Deals in The Russian Market: Evidence from Oil & Gas and Power Industries. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 38-58. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.38-58>

The journal is an open access journal which means that everybody can read, download, copy, distribute, print, search, or link to the full texts of these articles in accordance with CC Licence type: Attribution 4.0 International (CC BY 4.0 <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Введение

В последние десятилетия вопрос слияний и поглощений привлекает повышенное внимание как руководителей бизнеса, так и исследователей. Данные сделки представляют собой одну из наиболее значительных возможностей для роста предприятия, диверсификации и пересмотра стратегии развития. Настоящее исследование подробно освещает сделки слияний и поглощений на примере российского рынка, в среде с уникальными социально-экономическими, политическими и нормативно-правовыми условиями. Главным образом оно сводит исследования слияний и поглощений к изучению двух ведущих секторов российской экономики: нефтегазовой и энергетической отраслей, которые являются весьма динамичными секторами, имеющими глобальное стратегическое значение.

Существующая литература, которую мы тщательно анализируем в разделе «Обзор литературы», предлагает значительный объем знаний по сделкам слияний и поглощений, включая их стимулирующие факторы, процесс сделки и влияние на стейкхолдеров. Однако не хватает узконаправленных исследований, сосредоточенных на российском рынке, и, в частности, на нефтегазовой и энергетической отраслях. Целью данной работы является заполнение этого пробела. Тем самым мы внесем свой новаторский вклад в научный дискурс.

Научная новизна статьи заключается в следующем:

- 1) Узконаправленное исследование сделок слияний и поглощений в двух малоизученных отраслях российского рынка: нефтегазовом и энергетическом. Данные отрасли важны для России, поскольку влияют на ВВП страны.
- 2) Инновационное применение как АСФ, так и кейсового анализа для оценки эффективности слияний и поглощений в данных отраслях поможет достичь глубокого понимания тенденций в них за период, превышающий 20 лет, вплоть до 2022 г. включительно.
- 3) Общий подход, объединяющий анализ динамики в геополитической сфере и ее влияния на стратегии слияний и поглощений и их результатов. Россия испытывает на себе последствия не только мировых кризисов, но и политических санкций, что представляет научный интерес.

Практическая значимость статьи заключается в том, что она может стать руководством при разработке будущих стратегий в области слияний и поглощений в российских нефтегазовой и энергетической отраслях. Благодаря ее результатам отечественные и международные компании смогут принимать более обоснованные решения по сделкам слияний и поглощений. Такое исследование принципиально важно для понимания динамики функционирования данных отраслей и имеет определяющее значение для принятия стратегических решений в будущем.

Сделки слияний и поглощений на российском рынке за последние годы.

Обзор динамики развития рынка

Наше исследование посвящено изучению функционирования рынка слияний и поглощений в условиях российской экономики. В данном разделе мы отслеживаем историческое развитие рынка слияний и поглощений в России. Мы решили четко разделить данное развитие на периоды, отражающие различные экономические колебания в стране. Важно отметить, что в нашем исследовании уделяется особое вни-

мание нефтегазовой и энергетической отраслям, подчеркивается роль слияний и поглощений в целом.

Историческое развитие российского рынка слияний и поглощений можно разделить на несколько принципиально значимых этапов [1]. Первый этап (1993–1998 гг.) в начале ознаменовался массовой приватизацией государственной собственности, для него характерны «поглощения путем приватизации». В этот период образовались первые финансово-промышленные группы (ФПГ), многие из которых произошли от неофициальных банков. Приватизация привела к созданию крупнейших российских ФПГ. Различные финансовые группы и фонды портфельного инвестирования проводили поглощения в разных отраслях, часто с целью последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам.

Второй этап – «послекризисный бум» в период восстановительного роста с 1999 по 2002 г. Для него характерны всплеск недружественных поглощений и высокий уровень спекулятивных слияний и поглощений. Основным стимулом этой волны слияний и поглощений было последующее объединение акционерного капитала.

Третий этап (2003–2008 гг.) совпадает с возникновением феномена слияний и поглощений в период активного развития российской экономики. В течение этой фазы сделки слияний и поглощений осуществлялись не только государственными предприятиями, они также получили широкое распространение среди частных компаний. На рынке возникла уникальная ситуация, когда преобладающая часть акций была сосредоточена в единоличном владении, довольно большое количество сделок слияний и поглощений проводилось через офшорные компании, появилась тенденция к тому, что основной держатель акций руководил компанией в качестве топ-менеджера. На этом этапе примерно 6,3% всех сделок превышали порог в 500 млн долл., а предпочтение в основном отдавали стратегиям полного приобретения.

Период с 2008 по 2014 г. ознаменовался двумя серьезными экономическими кризисами, существенно повлиявшими на российскую экономику и соответствующие сделки слияний и поглощений. Кризисы проходили на фоне слабой законодательной базы, ограниченного влияния миноритарных акционеров и отсутствия прозрачности структур собственности. Последствия этих кризисов сказались и на сфере слияний и поглощений, где в значительном количестве сделок участвовали иностранные лица.

Следующий этап с 2015 по 2018 г. стал периодом экономического восстановления в России. Несмотря на такое оживление экономики на рынке слияний и поглощений существенная доля сделок проводилась через офшорные предприятия, сохранилось стремление к полному приобретению поглощаемых компаний. Что касается недавнего периода с 2019 по 2021 г., год перед пандемией COVID-19 был относительно стабильным, за ним прошел тревожный год глобального кризиса здравоохранения и его экономических последствий и, в конечном итоге, год экономического восстановления. В этот период нестабильность отразилась и на сделках слияний и поглощений, когда выросло число сделок с привлечением заемных средств и случаев выкупа предприятия руководством.

Наконец, рассмотрим 2022 г., отличившийся политической нестабильностью в России и разрывом отношений со странами Запада. Основное внимание настоящего исследования сосредоточено на влиянии данных событий на сделки слияний и поглощений в России. Наша задача заключается в том,

чтобы понять воздействие такого внешнего разрыва связей на конфигурацию сделок, оценку и ответные действия регулирующих органов.

Обзор литературы и выдвижение гипотез

Создание стоимости сделок слияний и поглощений в развивающихся странах: обзор результатов эмпирического исследования

Существуют многочисленные эмпирические исследования эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках, но меньше работ посвящено развивающимся рынкам. На основании результатов этих исследований мы решили распределить по группам предыдущие научные публикации, посвященные оценке эффективности сделок слияний и поглощений в России, в странах БРИКС и на других развивающихся рынках. Некоторые исследователи доказывают, что сделки слияний и поглощений оказывают отрицательное влияние на создание стоимости компании-покупателя, в то время как другие исследователи обнаружили положительное воздействие сделок слияний и поглощений на компанию-покупателя.

Научные публикации, демонстрирующие отрицательное влияние на компанию-покупателя после сделки слияний и поглощений

Г. Кинатедер, М. Фабич и Н. Вагнер [2] задались целью заполнить серьезный пробел в существующей литературе по слияниям и поглощениям в БРИКС, в которую входят Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южно-Африканская Республика. Чтобы найти ответ на свой исследовательский вопрос, авторы применили методологию кейсового анализа для оценки собранного вручную набора данных 50 внутренних сделок слияний и поглощений, о которых заявили зарегистрированные на бирже компании, принадлежащие странам БРИКС, с июня 2006 г. по декабрь 2015 г. Результаты указывают на то, что у поглощаемых компаний наблюдается статистически существенная положительная дебиторская задолженность (ДЗ) в районе даты объявления. С другой стороны, ДЗ компании-покупателя незначительно отрицательная, что говорит о том, что после объявления о слиянии и поглощении рынок не переоценивает эти компании в значительной мере. Этот результат совпадает с данными предыдущих исследований развитых рынков (например, Р. Ягуби с соавт. [3]), но противоречит работе, изучавшей трансграничные сделки с покупателями с развивающихся рынков (например, С. Бхагата с соавт. [4]; Б. Айбар и Т. Танакиджсombat [5]).

О. Бертран и М.-Э. Бетшингер [6] изучали эффективность более 600 внутренних и трансграничных приобретений, осуществленных российскими покупателями в 1999–2008 гг., в первую очередь в отраслях товаров широкого потребления, обрабатывающей и сфере услуг. Они доказали наличие значительного отрицательного воздействия сделок слияний и поглощений на эффективность деятельности компании-покупателя. Они утверждают, что компании на развивающихся рынках страдают от неспособности добиться прибавления стоимости от сделок слияний и поглощений из-за нехватки опыта, особенно в случае с международными сделками.

Эффективность сделок слияний и поглощений российских металлургических компаний исследовали Е. Чиркова и Е. Чувствина [7]. Они изучили 56 сделок слияний и поглощений за 2005–2012 гг., заключенных российскими метал-

лургическими компаниями, включая 33 трансграничные и 23 внутренние сделки. Данное исследование выявило, что трансграничные сделки российских металлургических компаний показывают отрицательную избыточную доходность. Кроме того, они продемонстрировали, что рынок отрицательно оценивает приобретение финансово неблагополучных компаний, а также поглощаемых компаний из неевропейских стран.

С. Григорьева и Т. Калмыкова [8] рассматривали влияние выбора акций как средства платежа на эффективность сделок слияний и поглощений компаний из США и стран БРИК в 2002–2017 гг. В их выборку вошло 713 сделок, заключенных компаниями из США, и 468 сделок, проведенных компаниями из стран БРИК. Исследование показало отрицательные результаты: в среднем оплата акциями оказывает отрицательное влияние на эффективность сделок слияний и поглощений. Однако этот эффект сглаживается, если компания-цель принадлежит к высокотехнологичной отрасли, и зависит от степени культурных различий между странами компаний, участвующих в сделке. Кроме того, в случае стран БРИК политическая стабильность тоже оказывает положительное влияние на эффективность сделок слияний и поглощений.

Научные публикации, подтверждающие положительное влияние на компанию-покупателя после сделки слияний и поглощений

А. дель Аква, Л. Этро, М. Пива и Э. Тети [9] изучали создание стоимости в трансграничных сделках слияний и поглощений в странах БРИК в 1997–2012 гг. Они доказали, что компании, зарегистрированные в странах группы БРИК, получили аномально среднюю кумулятивную доходность от трансграничных сделок слияний и поглощений, когда поглощаемые компании были зарегистрированы в развитых странах.

С. Бхагата, Ш. Малхотраб и П.Ч. Жук [4] определили эффективность 698 трансграничных сделок слияний и поглощений в развивающихся странах за 1991–2008 гг. Они выяснили, что фондовый рынок положительно реагирует на покупателей из развивающихся стран, доходность покупателей положительно коррелирует с более эффективными мерами корпоративного управления в стране компании-цели.

И. Родионов и В. Михальчук [10] исследовали сделки слияний и поглощений на российском рынке за 2006–2015 гг. Они применили эконометрические модели, чтобы доказать положительное воздействие сделок слияний и поглощений на компанию-покупателя при следующих условиях: положительные макроэкономические факторы (рост ВВП), эффективные капитальные затраты компании-покупателя до сделки слияний и поглощений, форма собственности (широкая известность компании-цели оказывает положительное влияние, а компании-покупателя – отрицательное). Помимо этого, крупные в финансовом отношении сделки оказывают существенное воздействие на отчетность компании-покупателя в целом и на налоговый щит в частности.

Е. Лузина и Д. Рогова [11] в своей работе изучали эффективность более 360 сделок слияний и поглощений компаний из стран БРИКС и их влияние на фундаментальную стоимость компании-покупателя. Они доказали, что сделки слияний и поглощений ведут к росту фундаментальной стоимости на акцию компаний из стран БРИКС. Авторы также перечислили факторы, влияющие на создание или разрушение фундаментальной стоимости компаний-покупателей: размер компании, способ финансирования сделки, отраслевая принадлежность компании и способ оплаты сделки.

П.-Х. Хсу, П. Хуан, М. Хамфри-Дженнер и Р. Пауэлл [12] в своей публикации исследовали на предмет инноваций трансграничные сделки слияний и поглощений по всему миру в 1990–2010 гг. На выборке из 85 591 сделок слияний и поглощений они показали, что трансграничные сделки слияний и поглощений с целью инновационного развития укрепляют позиции компании-покупателя с технологической точки зрения, что влечет положительное воздействие сделок слияний и поглощений. Компании, которые совершали такие сделки с целью инновационного развития и которые зарегистрированы в странах с низким уровнем инноваций, получают значительно более высокую доходность от акций в результате трансграничных сделок, чем в результате внутренних сделок. Этот результат показывает, что трансграничные сделки с целью инновационного развития могут создавать возможность роста с созданием стоимости для компании-покупателя.

Согласно нашему обзору литературы, результаты научных публикаций противоречат друг другу: некоторые исследователи говорят о положительном синергическом эффекте от сделки слияний и поглощений, другие указывают на отрицательный эффект. В своей работе мы также хотим провести исследование сделок слияний и поглощений и выяснить, положительное или отрицательное влияние они оказывают на компанию-покупателя.

Научные публикации согласно методологии исследования

В большинстве работ, которые мы нашли по теме эффективности сделок слияний и поглощений на российском рынке, рынках стран БРИКС и других развивающихся стран, для оценки эффективности применяется классическая методология событийного анализа, чтобы рассчитать кумулятивную аномальную доходность цены акций компании-покупателя. Данный метод очень популярен среди исследователей, потому что теоретически цена акций включает всю доступную информацию и ожидания касательно будущего развития компании, а объявление о сделке слияний и поглощений должно влиять на цену акций участников такой сделки. Однако цена акций является не единственным способом оценки эффективности сделок слияний и поглощений.

В последние годы в сфере слияний и поглощений набирает популярность анализ среды функционирования, где его используют для оценки производительности и эффективности объединяющихся компаний. Кроме того, что АСФ предоставляет ориентир по эффективности до и после сделки слияний и поглощений, его еще можно применить, чтобы определить предел эффективности, который представляет собой оптимальное сочетание затрат и результатов объединяющихся компаний. Таким путем АСФ устанавливает передовую практику и выявляет потенциальные направления для улучшения, что может служить руководством для объединившихся компаний в повышении эффективности.

Анализ среды функционирования для оценки эффективности сделок слияний и поглощений

Анализ среды функционирования – это непараметрический метод линейного программирования для оценки относительной эффективности хозяйственных единиц с правом принятия решений с несколькими показателями затрат и результатов (Т. Непомусено [13]). Изначально представленный А. Чарнзом, В. Купером и Е. Родесом в 1978 г. [14] АСФ превратился в широко распространенный инструмент для оценки эффективности различных предприятий, включая компании, заключающие сделки слияний и поглощений. В контексте сделок слияний и поглощений АСФ можно применять для оцен-

ки эффективности прибыли и убытков, полученных в результате слияния объединяющихся компаний. Путем сравнения показателей эффективности компании-цели и покупателя до и после сделки слияний и поглощений АСФ способствует выявлению потенциальной синергии, направлений улучшения либо проявлений нерациональности, возникающих в результате сделки. Кроме того, АСФ можно использовать, чтобы сопоставить эффективность сделок слияний и поглощений в рамках набора равнозначных компаний либо в рамках отрасли, что дает ценные наблюдения для инвесторов и определяющих политику лиц.

С недавнего времени исследователи начали чаще применять АСФ для изучения слияний и поглощений. Большинство таких исследований изучают объединение предприятий в пределах одной отрасли. Как в 2021 г. отметили С. Лозано и Б. Аденсио-Диас [15], обычно такие исследования преследуют одну из двух целей: либо оценить потенциальную выгоду от слияния, либо определить лучшего партнера для слияния.

В отличие от этого наше исследование сосредоточено на тщательном изучении результатов сделки. Вместо прогнозирования потенциальной выгоды или выявления оптимальных партнеров для слияния мы оцениваем фактическое воздействие уже полностью проведенного слияния при помощи анализа среды функционирования, который измеряет данное воздействие. Нашей целью является добиться всеобъемлющего понимания реальных результатов таких сделок.

В статье «Влияние затрат на исследования и разработки на эффективность сделок слияния и поглощения с высокотехнологичными компаниями» Ю. Дранева и Е. Очировой [16] изучается динамика слияний и поглощений в секторе информационно-коммуникационных технологий с особым вниманием, уделенным роли затрат на исследования и разработки (ИиР).

Ю. Дранев и Е. Очирова подчеркивают растущую актуальность сделок слияний и поглощений в секторе ИКТ, которые, в первую очередь, мотивированы желанием приобрести передовые цифровые технологии и знания. Однако они утверждают, что эти сделки часто показывают низкую эффективность, что ставит под сомнение реализацию стратегий цифровизации.

Авторы применяют анализ среды функционирования для оценки эффективности сделок слияний и поглощений в секторе ИКТ, модель, которая позволяет им учесть как технологические характеристики компаний-целей, так и метрики финансовых результатов компаний-покупателей. Исследование выявляет, что более высокие затраты компании-покупателя на ИиР могут оказать отрицательное влияние на эффективность сделки слияний и поглощений.

Исследование также принимает во внимание капитальные затраты (CAPEX) в качестве косвенного показателя технологического развития и показывает, что более высокая интенсивность инвестиций со стороны компании-покупателя оказывает отрицательное воздействие на эффективность после сделки слияния и поглощения.

Таким образом, использование АСФ представляет интерес, поскольку позволяет более полно оценить эффективность сделок слияний и поглощений. Анализируя показатели компаний-целей на затраты, можно получить ключевые технологические характеристики, являющиеся неотъемлемой частью высокотехнологичной отрасли, включая затраты на ИиР, нематериальные активы и капитальные вложения. В противоположность этому изучение затрат компаний-покупателей позволяет отразить финансовые показатели деятельности после сделки слияния и поглощения. Среди них такие факторы, как рост выручки и рентабельность активов,

на основе которых можно составить всеобъемлющую картину влияния сделки на финансовые показатели деятельности компании-покупателя.

Научная статья «Эффективность анализа сделок слияния и поглощения в железнодорожном секторе Китая» [17] представляет собой исчерпывающее и обоснованное исследование схем сделок слияний и поглощений в железнодорожном секторе с особым вниманием, уделенным Китаю. В исследовании дается всесторонний эмпирический анализ с применением трех уникальных схем слияний и поглощений с целью определения наиболее эффективного механизма повышения эффективности в железнодорожном секторе Китая.

В исследовании применяется анализ среды функционирования в сочетании с моделью потенциальных выгод от слияния. Авторы использовали данные из 18 железнодорожных бюро Китая за период с 2011 по 2015 г. Они смогли собрать всесторонний набор данных, охватывающий длину маршрута, количество работников, силу тяги локомотива, и такие результаты, как пассажирооборот, грузооборот и операционный доход.

Анализ концентрируется на эффективности и потенциальной выгоде от схем слияний и поглощений, при этом три предложенных схемы касаются региональных сделок слияний и поглощений, слияния корпораций-гигантов и объединения железнодорожных бюро с высокими и низкими показателями. Исследование эмпирически доказывает, что слияние корпораций-гигантов не повышает эффективность в железнодорожном секторе. Этот результат противоречит мнению, популярному в других секторах экономики, и представляет собой оригинальную точку зрения в существующей литературе.

Другим ключевым моментом является исследование стимулирующего влияния региональных сделок слияний и поглощений. Объясняется, что грамотно проведенная сделка слияний и поглощений может повысить эффективность в краткосрочной перспективе, но поскольку это стимулирующее влияние со временем ослабевает, рост эффективности снижается либо совсем исчезает.

Кроме того, в работе подчеркивается ключевая роль географических аспектов в достижении эффективности железнодорожными бюро, различные уровни такой эффективности в регионах, отмечается, существенная роль фактора географического положения в ее достижении. В ней подчеркивается, что стратегии слияний и поглощений должны принимать во внимание географическую близость участвующих в сделке предприятий, что также подтверждают М. Уолтер и А. Куллманн [18].

Тем не менее авторы признают ограничения в своей работе, включая невозможность рассмотреть долгосрочное повышение эффективности после потенциальной сделки слияний и поглощений и «химические реакции» после сделки, такие как интеграция сетей железных дорог, корректировка железнодорожных маршрутов и изменение цен на билеты. Исследование предоставляет ценные наблюдения касательно влияния различных схем слияний и поглощений на эффективность железнодорожного сектора Китая. Комплексный методологический подход и полученные эмпирические данные представляют собой существенный вклад в понимание слияний и поглощений в данном контексте. Результаты работы также могут быть полезны для других стран, сходных по характеристикам с Китаем, таких как Индия и Россия.

П. Ванкеа, Э. Марезда и Р. Гупта [19] предлагают стратегическую оценку слияний и поглощений банков ЮАР. При помощи сетевой модели АСФ они измеряют влияние различных факторов на разные виды оценки эффективности, а именно: глобальная (слияние), техническая (обучение), эффективность согласованности (охват) и масштаба (размер). В своей

работе они проверяют влияние контекстных переменных, таких как вид и место происхождения банка, при помощи нескольких устойчивых регрессий.

Анализ показывает, что большинство слияний и поглощений в банковском секторе ЮАР приносит выгоду с точки зрения общего эффекта слияния и эффектов технической эффективности. Кроме того, он указывает на то, что потенциальная выгода от слияний и поглощений на этапе производства выше, чем на этапе посредничества. Результаты регрессий свидетельствуют о том, что существует тенденция к большей выгоде от слияния, если оба банка отечественные, и к меньшей – если они коммерческие. Местные банки больше приспособлены к законодательству, регулирующему банковскую деятельность в ЮАР, чем зарубежные аналогичные организации. Эмпирические результаты также выявили тенденцию снижения выгоды от слияния с течением времени. Причиной тому может быть применение одинаковых практик управления и информационных технологий в разных организациях. Это означает, что возможность обучаться благодаря сделке слияний и поглощений со временем уменьшается.

Исследование заключается в глубоком изучении влияния эффективности слияний и поглощений на банки ЮАР, раскрывая воздействие вида банка, места происхождения и тенденций. Однако олигополистический характер отрасли может ограничивать возможность обучения при слиянии. Авторы считают, что следует сосредоточиться на слиянии коммерческих банков с инвестиционными и, наоборот, с особым вниманием к их местному происхождению. При оценке выгоды от слияния также необходимо учесть общую стабильность и устойчивость банковского сектора.

Статья, написанная Ц.-Ш. Чангом, Д.-Г. Линем и Дж. Уэнишем [20], изучает применение анализа среды функционирования для определения идеальной компании-цели для слияния и поглощения. Авторы предлагают новый подход Нэша к переговорам на основе АСФ, чтобы выбрать наиболее выгодные компании-цели для слияния, по сценарию как горизонтальной, так и вертикальной интеграции.

Исследовательский подход данной работы сочетает теоретическое моделирование и эмпирическое обоснование. Авторы разработали математическую модель на основе АСФ и подхода Нэша к переговорам, а затем применили эти модели к реальным данным, чтобы проверить их эффективность. С точки зрения размера выборки авторы используют данные по 22 районам распределения электроэнергии Электроэнергетической компании и 16 фирмам Тайваня, работающим с ценными бумагами.

Однако авторы также признают, что имеющиеся модели неприменимы к сценариям, когда объединенная компания может показать существенный рост, особенно в стабильных и зрелых отраслях, что говорит о необходимости дальнейших исследований для разработки новых моделей, подходящих для указанных случаев.

Авторы эффективно применили комплексный подход, сочетая АСФ и вариант Нэша по ведению переговоров, чтобы проанализировать крупный набор данных по сделкам слияний и поглощений. Эмпирические результаты подтвердили их гипотезу о том, что предложенная методика оценки эффективности на основе АСФ и вариант Нэша по ведению переговоров могут служить эффективными инструментами для принятия решений в области слияний и поглощений. Однако они признали, что по их исследованию существует ограничение из-за невозможности охватить при помощи модели АСФ сценарии существенного роста, а это открывает возможности для дальнейших исследований.

В своем исследовании М. Рахман и М. Ламбкин [21] применяют анализ среды функционирования для высокорезультативного сравнения эффективности маркетинга за несколько лет до и после слияния или поглощения. Методология АСФ уникальна тем, что позволяет одновременно рассмотреть несколько вариантов затрат и результатов, таким образом, давая полное представление об эффективности маркетинга. В отличие от этого в предыдущих исследованиях зачастую использовали методы с одним показателем, сосредоточив внимание либо только на выручке от продаж, либо на доле рынка, что не дает полного отражения сложности эффективности маркетинга.

Эмпирические результаты исследования указывают на то, что у объединившихся компаний в среднем повысилась эффективность маркетинга на 7.52% по модели постоянной отдачи от масштаба и на 3,08% – по модели переменной отдачи от масштаба. Интересно отметить, что авторы обнаружили статистически существенную разницу в показателях эффективности маркетинга до и после слияния в модели постоянной отдачи от масштаба, но не в модели переменной отдачи от масштаба. И тем не менее авторы утверждают, что слияния и поглощения все-таки оказывают значительное воздействие на эффективность маркетинга объединившихся компаний в соответствии с расчетом размера эффекта.

Исследование М. Рахмана и М. Ламбкина с их инновационным использованием АСФ для измерения эффективности маркетинга после слияния является существенным вкладом в литературу, посвященную слияниям и поглощениям, предлагая более полное представление об эффективности маркетинга, которая была недостаточно глубоко изучена в предыдущих работах. Несмотря на то что внимание уделялось только банковскому сектору США, но не финансовым показателям деятельности и российскому рынку, оно несет ощутимую пользу для дальнейших исследований, изучающих влияние сделок слияний и поглощений на маркетинг в различных отраслях и на разных рынках.

Таким образом, анализ среды функционирования – ценный инструмент анализа эффективности компаний, объединяющихся в ходе сделки слияний и поглощений. Измеряя относительную эффективность участвующих в сделке организаций, АСФ может содействовать в выявлении синергии, потенциальных направлений для улучшения и проявления нерациональности, возникающих в ходе процесса слияний и поглощений. Практическое применение АСФ в различных отраслях и контекстах доказало его актуальность и результативность в оценке эффективности объединившихся компаний, что в конечном итоге дает ценное понимание ситуации для лиц, принимающих решения, и стейкхолдеров.

Мы выяснили, что в большинстве работ, изучающих эффективность слияний и поглощений, при применении подхода с АСФ используются компании из финансового сектора, в основном, банки. Наше исследование сконцентрировано на самой развитой российской отрасли – нефтегазовой, и мы применяем подход с АСФ, чтобы обнаружить влияние, которое могут оказывать на эффективность нефтегазовых компаний сделки слияний и поглощений.

Выдвижение гипотез

Начиная с рубежа веков мировая экономика переживала взлеты и падения, например, мировой финансовый кризис 2008 г. или пандемия COVID-19 2020 г. За этот же период российская экономика преодолела еще больше переломных моментов, среди которых валютный кризис 2014 г. и геополитическая нестабильность 2022 г.

Как мы отмечали выше, для России ситуация осложняется относительно неразвитой рыночной экономикой. В такой нестабильной обстановке важно и при этом сложно делать выводы об успешности и причинах сделок слияний и поглощений.

Слияния и поглощения должны приносить положительные результаты компании-покупателю, поскольку это можно рассматривать как инвестиции, и, согласно данным Института корпоративных финансов, положительные результаты должны иметь следующий вид¹:

- 1) Создание стоимости.
- 2) Диверсификация.
- 3) Приобретение активов.
- 4) Рост финансового потенциала.
- 5) Цели налогообложения.
- 6) Инициативы для руководителей.

Недавние исследования показывают, что в среднем в долгосрочной перспективе слияния и поглощения оказывают положительное влияние на эффективность деятельности компании (Е. Винокур с соавт. [24]). Некоторые исследования сделок в определенной стране указывают на то, что сделки могут не повышать эффективность компании в статистически значимой степени, хотя они ее и не понижают (М. Перван с соавт. [23]).

Однако чтобы обеспечить успешность сделки, важно заранее оценить многие факторы, в Deloitte утверждают, что «в основе многих успешных организаций лежит портфель передовых компаний с точки зрения устойчивого развития, т.е. стратегически целесообразный, создающий стоимость и устойчивый» [24].

В условиях экономической неопределенности такие критерии сделок оценивать еще труднее. И если мы обсуждаем российский рынок, многие сделки могут оказывать отрицательное влияние на эффективность компании из-за возможной неразвитости экономики.

Изучаемые области больше остальных пострадали от кризисов в экономике, поскольку практически все они создавали трудности для эффективного функционирования как нефтяной, так и энергетической отрасли из-за санкций и колебаний цен на продукты.

Кроме того, важно обратить внимание на объем и количество слияний и поглощений в России. В исследованиях утверждается, что размер компании непосредственно влияет на успешность сделки с точки зрения будущих результатов деятельности компании, однако как в России, так и по всему миру все меньше так называемых гиперсделок, и рынков переходит к более узко направленным сделкам.

На этом основании мы можем выдвинуть две основные гипотезы:

H1: Сделки слияний и поглощений в российской энергетической и нефтегазовой отраслях в среднем оказывали положительное влияние либо не оказывали никакого влияния на эффективность деятельности компаний-покупателей с 2000 г. до сегодняшнего дня, что соответствует общей тенденции в сфере сделок слияний и поглощений.

H2: Сделки слияний и поглощений в российской энергетической и нефтегазовой отраслях в среднем оказывали отрицательное влияние на эффективность деятельности компаний-покупателей с 2000 г. до сегодняшнего дня, что может быть обусловлено нестабильной внешней средой или недостатком опыта компаний-покупателей.

¹ Команда Института корпоративных финансов (CFI). URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/motives-for-mergers>

Данные и методология

Определение эффективности сделок слияний и поглощений: применение АСФ к российским сделкам

Самым важным этапом в методологии АСФ является выбор параметров векторов затрат и результатов. Как мы отмечали ранее, данные векторы должны отражать, что именно компании используют в качестве средств производства и окончательный результат их деятельности.

В данной работе мы проведем анализ на основании общедоступной финансовой отчетности компаний, поскольку не все они публикуют информацию об объеме затрат и результатах. Применение финансовых показателей также является преимуществом, потому что позволяет оценить эффективность деятельности, принимая во внимание косвенный доход.

Мы также разделили анализ компаний по отраслям, чтобы получить более точную оценку. Анализируя компании из различных отраслей, мы, возможно, нарушили основное положение АСФ: если хотя бы одна компания в выборке может создать результат определенного уровня при заданном уровне затрат, то другие компании также могут это сделать.

Многие авторы используют особые показатели для оценки слияний и поглощений, которые определяют только конкретный показатель отрасли, а не эффективность предприятий в целом.

В то же время мы хотим оценить общую эффективность компании. Поэтому, чтобы определить вектор затрат, мы обратимся к работе Т. Коэлли с соавт. [25], в которой авторы пытаются установить показатели, позволяющие оценить эффективность компании. Авторы пишут, что «широко используемая классификация затрат включает пять категорий: капитал (K); труд (L); энергия (E); материальные затраты (M) и оплаченные услуги (S). Иногда структуру и использование данных согласно упомянутым категориям в измерении производительности называют подходом KLEMS. Часто последние три категории затрат объединяют в одну категорию «прочие затраты»».

В нашей модели в векторе затрат для описания «капитала» мы используем общие активы, поскольку считаем, что это направление отчетности лучше всего отражает сущность «капитала», о котором говорят авторы, потому что производственные предприятия формируют прибыль из свободных активов.

Далее, чтобы наиболее точно отобразить затраты на производство и продажи (показатели энергии и материальных затрат), мы используем себестоимость реализованной продукции. Согласно отчетам по Российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) данный показатель отражает как себестоимость реализованной продукции, так и себестоимость производства. Чтобы оценить косвенные затраты на производство, в компаниях нефтегазовой отрасли, используются административные расходы, отражающие «Труд», согласно С. Коэлли и его соавторам. Данное направление отчетности не используется в анализе энергетической отрасли, поскольку не все компании применяют его согласно требованиям РСБУ. Затем нам необходимо определить переменные в векторе результата. Для этой цели мы используем показатели роста выручки и рентабельности активов, поскольку они в первую очередь связаны с изменениями в стоимости компании (Е. Очирова, Ю. Дранев [16]).

Помимо этого, по всей видимости, именно данные показатели наиболее четко отражают результаты компаний, поскольку любая компания стремится максимально увеличить свою выручку. Показатель рентабельности активов, который отражает эффективность их использования, лучше всего подходит для оценки эффективности компаний, которые в первую очередь используют активы для создания выручки.

В настоящей работе мы применяем два метода оценки АСФ – с использованием затрат и с применением результатов. Модель с использованием затрат показывает, насколько компания может увеличить результаты без изменения уровня затрат, а модель с применением результатов отражает, насколько компания может сократить уровень затрат без изменения показателя результата.

Мы оценивали компании по отдельности по каждой отрасли и за каждый год, чтобы иметь возможность оценить изменения в показателях эффективности компаний до и после сделок без привязки к конкретному году.

Критерии отбора для выборки и описание выборки

Важной частью работы с анализом среды функционирования является создание репрезентативной выборки данных. Чтобы определить, какую отрасль рассматривать, мы анализировали все слияния и поглощения российских компаний с 2000 г. по настоящее время. Мы отбирали только сделки со статусом «завершена» и сделки, где покупатель являлся публичной компанией, а также только котируемые на бирже компании, чтобы легче было найти их финансовую отчетность. Далее данные собирали в два этапа.

В первую фазу входило определение секторов российской экономики с наибольшим количеством сделок слияний и поглощений: «Энергетика» (832 сделки), «Финансовые услуги» (613 сделок) и «Сырье» (557 сделок). Таким образом, мы выбрали энергетический сектор.

Во второй фазе мы проанализировали отрасли, входящие в энергетический сектор, а также сделки слияний и поглощений в этом секторе. В результате мы выбрали две отрасли с наибольшим количеством сделок, а именно нефтегазовую (391 сделка) и энергетическую (331 сделка). В выбранных отраслях мы отобрали сделки, где компания-покупатель приобретала более 50% компании-цели, получив контроль и возможность управлять операционной деятельностью и эффективностью поглощенной компании.

Выбранные сделки ранжировали по сумме и отобрали самые крупные из них. В результате было отобрано 23 сделки, заключенные 17 компаниями, в энергетической отрасли, стоимость которых варьировалась от 120 млн до 13.098 млрд долл., и 17 сделок, заключенных 16 компаниями, стоимость которых варьировалась от 6 млн до 1.861 млрд долл.

Чтобы оценить эффективность сделки, мы изучали показатели эффективности компании-покупателя за два года до и два года после ее заключения. Похожую методологию применили в 2016 г., но в нашей работе мы концентрируемся на анализе эффективности компаний-покупателей, поскольку считаем, что основной целью слияний является именно улучшение ситуации в данных компаниях.

Соблюдены требования РСБУ при сборе данных и расчете финансовых показателей.

Не все сделки попали в выборку, потому что не по всем компаниям имеется отчетность в открытом доступе. В ходе сбора данных мы старались свести к минимуму перекрытие найденных данных по годам. Окончательные таблицы с данными представлены в приложениях 1–4.

Таблица 1. Средние показатели проанализированных компаний в нефтегазовой отрасли (в тыс. руб.)

Вид переменной	Переменная	Год до слияния (t-2)	Год до слияния (t-1)	Год после слияния (t+1)	Год после слияния (t+2)
Затраты	Административные расходы, руб.	20 661 468	24 108 439	32 686 174	36 839 964
	Себестоимость реализованной продукции, руб.	780 122 958	908 283 912	1 333 588 346	1 557 607 875
	Общие активы, руб.	2 947 010 172	3 374 041 933	4 790 216 661	5 484 149 795
Результаты	Рост выручки, руб.	206 848 219	232 066 482	370 731 789	316 839 891
	Рентабельность активов	0.09	0.11	0.08	0.08
Описательная	Коэффициент текущей ликвидности	2.87	2.8	2.85	2.65
	Коэффициент быстрой ликвидности	2.62	2.53	2.59	2.42
	Долговая нагрузка	2.32	2.45	2.74	2.87
	Отношение задолженности к собственному капиталу	1.39	1.47	1.75	1.87
	Рентабельность собственного капитала	0.18	0.22	0.16	0.17
	Прибыль до уплаты процентов и налогов к общей выручке	0.24	0.26	0.21	0.23
	Себестоимость реализованной продукции к запасам	14.56	15.65	17.29	19.77

Источник: составлено авторами.

Таблица 2. Средние показатели проанализированных компаний в энергетической отрасли (в тыс. руб.)

Вид переменной	Переменная	Год до слияния (t-2)	Год до слияния (t-1)	Год после слияния (t+1)	Год после слияния (t+2)
Затраты	Себестоимость реализованной продукции, руб.	81 730 558	87 861 253	99 465 080	104 486 626
	Общие активы, руб.	449 896 733	499 892 675	577 654 651	613 353 535
Результат	Рост выручки, руб.	12 357 518	7 704 203	7 699 218	8 143 593
	Рентабельность активов	0.04	0.04	0.04	0.04
Описательная	Коэффициент текущей ликвидности	6.21	3.95	4.40	4.32
	Коэффициент быстрой ликвидности	6.07	3.77	4.26	4.14
	Долговая нагрузка	1.36	1.42	1.46	1.45
	Отношение задолженности к собственному капиталу	0.36	0.41	0.46	0.45
	Рентабельность собственного капитала	0.05	0.04	0.05	0.06
	Прибыль до уплаты процентов и налогов к общей выручке	0.24	0.21	0.24	0.24
	Себестоимость реализованной продукции к запасам	46.74	28.69	31.55	28.92

Источник: составлено авторами.

Таблицы 1 и 2 отображают среднюю финансовую эффективность проанализированных компаний. В таблицы включены меры как затрат, так и результатов, которые мы подробно опишем ниже в данной работе, а также показатели финансовой эффективности, которые, по мнению представителей Гарвардской школы бизнеса, являются первичными показателями первичной оценки эффективности компании (Т. Стобиерски [26]).

Мы видим, что в нефтегазовой отрасли долговая нагрузка, отношение задолженности к собственному капиталу и себестоимость реализованной продукции к запасам (оборачиваемость товара) изменяются больше остальных показателей. Увеличение долговой нагрузки говорит о том, что компании начали финансировать капитал все больше за счет долга, а рост отношения задолженности к собственному капиталу свидетельствует о том, что компании начали финансировать свои операции все больше за счет долга, что, конечно, представляет больший риск для компании. Таким образом, мы можем сделать вывод, что компании пересматривают свою структуру капитала либо путем увеличения долга для совершения сделки, либо путем приобретения долга компании в результате сделки.

Тем не менее мы видим, что после слияния компании показывают более эффективное управление запасами, что улучшает показатели продаж. Этот вывод можно сделать на основании растущей оборачиваемости товара.

В то же время компания энергетического сектора раскрывает коэффициент текущей ликвидности и коэффициент быстрой ликвидности. Оба показателя отражают ликвидность компании. На основании роста показателей мы можем сделать вывод, что в результате сделок слияний и поглощений компании данного сектора обычно повышают способность погашать свои обязательства.

Мы также наблюдаем увеличение выручки и продаж у компаний из обоих секторов, но мы не можем сделать окончательный вывод касательно эффективности деятельности компаний, поскольку рост выручки и продаж не может однозначно указывать на повышение такой эффективности. Чтобы понять, насколько эффективно компании используют свои ресурсы, мы применим анализ среды функционирования.

Эмпирические результаты

Тестирование гипотез и результаты

Чтобы протестировать предложенные гипотезы, мы использовали аналитические выводы, полученные из АСФ. В начале исследования мы выдвинули следующие гипотезы.

Сделки слияний и поглощений в России с начала XXI в. в среднем оказывали положительное влияние на эффективность деятельности компаний.

Таблица 3. Результат оценки эффективности деятельности компании по затратам (x) и результатам (y) в нефтегазовой отрасли

	t-2		t-1		t+1		t+2	
Наименование компании	x	y	x	y	X	y	x	y
Славнефть 2009	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Татнефть 2017	1.00	1.00	0.39	1.71	1.00	1.00	1.00	1.00
Газпром 2005	0.32	2.70	0.68	1.55	0.98	1.01	0.34	2.50
Газпром 2007	0.60	1.39	0.66	1.41	1.00	1.00	0.13	3.26
Роснефть 2016	0.04	3.87	0.38	1.28	0.56	1.67	1.00	1.00
Башнефть 2019	1.00	1.00	0.35	1.70	0.21	-Inf	1.00	1.00
Роснефть 2013	0.58	1.02	1.00	1.00	0.51	1.47	0.03	11.58
Газпром 2009	1.00	1.00	0.19	5.00	0.39	1.82	0.87	1.10
Газпром 2004	0.52	1.94	0.66	1.63	1.00	1.00	1.00	1.00
Башнефть 2014	0.43	1.88	0.63	1.22	0.22	2.11	0.40	2.43
Газпром 2011	0.20	1.44	0.03	6.11	0.10	3.78	0.21	2.89
Роснефть 2007	0.90	1.13	1.00	1.00	0.60	1.50	0.48	1.91
Роснефть 2017	0.03	5.24	0.02	28.55	1.00	1.00	0.02	9.11
Новатэк 2018	1.00	1.00	0.72	1.15	1.00	1.00	1.00	1.00
Роснефть 2015	1.00	1.00	0.52	1.02	0.08	12.05	0.58	1.60
Татнефть 2019	0.82	1.23	0.70	1.21	0.14	2.61	1.00	1.00
Роснефть 2011	0.32	1.75	0.09	2.85	0.85	1.09	1.00	1.00
Среднее значение	0.63	1.74	0.53	3.49	0.63	2.19	0.65	2.61
Станд. отклонение	0.36	1.18	0.33	6.62	0.38	2.74	0.39	3.04
Количество эффективных единиц принятия решений (DMU)	6	6	3	3	6	6	7	7

Источник: составлено авторами.

Таблица 4. Результат оценки эффективности деятельности компании по затратам (x) и результатам (y) в энергетической отрасли

	t-2		t-1		t+1		t+2	
Наименование покупателя (год сделки)	x	y	x	Y	x	y	x	y
ОГК -2 2011	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.01
Русгидро 2012	1.00	1.00	0.92	1.34	0.80	1.31	0.63	1.82
ФСК Россети 2019	0.19	4.06	0.46	1.14	0.24	2.86	0.40	1.75
Ленэнерго 2015	0.76	9.85	0.83	2.61	1.00	1.00	1.00	1.00
Мосэнерго 2013	0.38	1.58	0.29	2.83	0.36	7.41	0.50	2.95
МОЭК 2015	0.28	3.28	0.36	7.39	0.57	1.94	0.69	2.07
ОГК-2 2016	0.31	2.28	0.39	5.96	0.46	1.85	0.89	1.10
Русгидро 2009	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Русгидро 2016	0.46	2.20	0.58	2.29	0.85	1.11	0.83	1.16
Россети Центр 2010	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Фортум 2013	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Русгидро 2011	0.76	2.19	1.00	1.00	0.74	3.55	1.00	1.00
Интер РАО 2019	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Русгидро 2018	0.61	1.58	1.00	1.00	0.44	2.01	1.00	1.00
МОЭК 2018	0.28	1.65	0.33	2.25	0.39	1.39	0.50	1.54
ФСК Россети 2018	1.00	1.00	0.24	3.86	0.24	1.79	0.23	3.84
Среднее значение	0.69	2.23	0.71	2.29	0.69	1.95	0.79	1.51
Станд. отклонение	0.32	2.23	0.32	1.93	0.30	1.63	0.26	0.83
Кол-во эффективных единиц принятия решений (DMU)	7	7	7	7	6	6	7	7

Источник: составлено авторами.

Результаты данного анализа представлены в Таблицах 3 и 4². Очевидно, что в случае с нефтегазовыми компаниями средняя эффективность падает до сделки и растет после нее, так же как и количество эффективных компаний (DMU). Это отклонение может быть обусловлено двумя факторами: компании с понижающейся эффективностью принимают решение о слиянии либо компании тратят существенный объем ресурсов, чтобы подготовиться к сделке. Интересно отметить, что с точки зрения показателей эффективности при заключении сделки через год после нее компании обычно находятся на том же уровне, на котором были за два года до сделки, что свидетельствует в пользу неэффективности как мотива большинства сделок.

В то же время по сделкам в энергетической отрасли ситуация другая. Здесь мы видим, что со временем количество эффективных DMU остается фактически неизменным на изучаемом горизонте, но состав эффективных компаний меняется. При этом наблюдается другая закономерность изменений в показателях затрат и результатов. Эффективность затрат немного снижается в первый год после сделки, затем растет, а эффективность результатов начинает расти сразу после сделки.

Эта закономерность изменения может подсказать нам, какие компании энергетической отрасли обладают меньшей гибкостью, т.е. им нужно больше времени на освоение новых ресурсов, они не могут достичь эффективности сразу путем сокращения расходов, но они могут эффективно повысить результаты вместе с увеличением активов, приобретенных в результате сделки.

Из изложенного выше мы можем сделать следующий вывод: в то время как у некоторых компаний снижается эффективность, и их показатели эффективности в год после сделки смешанные, в среднем все компании существенно повышают свою эффективность по сравнению с периодом до сделки. Менее стабильная внешняя среда не создаст новые возможности для бизнеса, но окажет отрицательное влияние на эффективность деятельности компаний-покупателей после сделки.

Анализируя результаты АСФ, мы находим доказательства первой гипотезы. В среднем наблюдается повышение эффективности деятельности компаний как в нефтегазовой, так и в электроэнергетической отрасли после сделок слияний и поглощений. Это подтверждает увеличение показателей эффективности из АСФ, рассчитанных для компаний после сделки.

² Чем ближе результат к единице, тем выше эффективность.

В нефтегазовой отрасли после сделки наблюдался заметный рост среднего показателя эффективности. Кроме того, также присутствовал рост количества эффективных DMU. В энергетической отрасли наблюдалась похожая закономерность, когда средняя эффективность оставалась неизменной, а эффективность результатов начала расти сразу после сделки.

Это определенно говорит о том, что в энергетическом секторе России слияния и поглощения в целом оказывали положительное влияние на эффективность деятельности компаний.

Что касается второй гипотезы, мы увидели, что несмотря на нестабильную внешнюю среду компании смогли повысить свою эффективность после поглощения или приобретения. Отсутствуют однозначные доказательства того, что нестабильная среда оказывает отрицательное воздействие на эффективность компаний-покупателей после сделки.

По существу, полученные нами результаты указывают на то, что компании смогли эффективно использовать активы, которые приобрели в ходе сделки слияний и поглощений, с целью повышения своей результативности и эффективности. Это подтверждают положительные изменения в выручке и рентабельности активов после сделки.

Таким образом, исходя из полученных данных, мы отвергаем вторую гипотезу. Нестабильная внешняя среда не обязательно приводит к отрицательному воздействию на эффективность компаний-покупателей после сделок слияний и поглощений.

В заключение наш анализ выявил общее положительное влияние слияний и поглощений на эффективность деятельности компаний в энергетических секторах России с начала XXI в. Несмотря на проблемы, связанные с нестабильной внешней средой, компании продемонстрировали способность эффективно управлять активами и оптимально использовать активы, приобретенные в результате слияния и поглощения, чтобы повысить свою операционную эффективность и эффективность деятельности.

Данные выводы ведут к более глубокому пониманию эффективности слияний и поглощений в развивающихся экономиках, особенно в энергетическом секторе. Они также предоставляют ценные наблюдения для бизнес-стратегов и лиц, определяющих политику, которые принимают сложные решения в условиях непростой и динамично меняющейся мировой экономики.

Кейсовый анализ

Изучая информацию о завершенных сделках слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли в 2022 г. в России, мы приняли решение разделить их на три группы.

В первую группу входят сделки, связанные с уходом иностранных компаний из российского нефтегазового сектора, и покупка российскими компаниями оставшихся в стране активов. 45% всех сделок по количеству предусматривали, что иностранные компании оставляют свои акции совместных предприятий в российских компаниях либо даже весь свой бизнес. Эти сделки были исключительно конфиденциальными, в большинстве случаев их стоимость до сих пор не известна широкой общественности, а подробная информация скрыта.

Во вторую группу входят классические сделки слияний и поглощений на российском рынке между отечественными компаниями. Этот вид составил 52% по количеству от всех сделок. Информация по данному виду сделок более прозрачна и данные о стоимости и иные подробности сделок в основном общедоступны.

Третья группа – это российские компании, приобретающие иностранные активы. Имела место только одна такая сделка слияния и поглощения, и она составила 3% от общего количества.

Мы решили сосредоточиться на уходе иностранных компаний с российского рынка. Количество внутренних сделок выше, поскольку это одна из основных тенденций 2022 г. на российском рынке слияний и поглощений. Поведение, когда многочисленные иностранные компании за короткий период закрывают свой бизнес в России, можно назвать культурой отмены.

Для российских сделок слияний и поглощений в 2022 г. характерна непрозрачность, когда большая часть информации по стоимости сделок скрыта от общественности. Тем не менее мы попытались проанализировать всю имеющуюся информацию, представленную в финансовой отчетности компаний, пресс-релизах, а также в местных и зарубежных новостях. Мы оцениваем российский рынок, а также эффективность деятельности российских компаний и влияние нынешних политических рынков на них, но можем также описать и иностранные компании.

Кейсовый анализ нефтегазовой отрасли российского рынка слияний и поглощений в 2022 г.: «Лукойл» и «Шелл»

«Шелл Плс.» или «Шелл» – британская компания, основанная в 1907 г. «Шелл» – это одна из крупнейших энергетических и нефтехимических групп компаний в мире, присутствующая более чем в 70 странах. Согласно Мировому рейтингу Forbes 2022 г., который опубликовал эти результаты 12 мая 2022 г., «Шелл» занимает 16-е место в списке 2000 самых успешных компаний в мире [27].

«Шелл Нефть» была розничной сетью из 411 бензозаправочных станций в Центральном и Северо-Западном федеральных округах Российской Федерации. Кроме того, «Шелл Нефти» принадлежал комплекс по производству смазочных материалов в городе Торжке. «Шелл Нефть» на 100% являлась дочерним предприятием компании «Шелл Плс.». Согласно Forbes «Шелл Нефть» заняла 20-е место в списке 50 крупнейших иностранных компаний, ведущих деятельность в России в 2022 г., с выручкой 134,6 млрд руб. в 2021 г.³ «Шелл Нефть» работала в России с 1992 г.

«Лукойл» был основан в 1991 г. в СССР. «Лукойл» является одной из крупнейших нефтегазовых компаний в России. Он ведет деятельность в более чем 30 странах.

«Шелл» – одна из иностранных компаний, принявших решение выйти из российского бизнеса практически сразу после начала политического конфликта февраля 2022 г. 8 марта 2022 г. «Шелл Плс.» объявила на своем официальном сайте о решении выйти из нефтегазового бизнеса в России⁴.

³ Форбс. URL: <https://www.forbes.ru/biznes/472203-50-krupneysih-inostrannyh-kompanij-v-rossii-2022-rejting-forbes>

⁴ «Шелл». URL: <https://www.shell.com/>

Основные причины ухода «Шелл» с российского рынка описаны в отчете «Шелл Плс.» за 2022 г. Таких причин две. Первой заявленной причиной являлись опасения за безопасность сотрудников компании. Вторая причина была связана с многочисленными санкциями, введенными против России, что повлекло широкомасштабные проблемы в операционной деятельности компании. «Данные риски и события в будущем могут повлиять на наши цепочки поставок, цены на продукцию, кредиты, операции на товарно-сырьевой бирже, денежные резервы и юридические риски. Кроме того, существует потенциальный репутационный риск, связанный с тем, как будут восприняты решения «Шелл», принятые в ответ на возникающие трудности. Напряженность также создает повышенную угрозу для нашей инфраструктуры информационных технологий в области кибербезопасности. Геополитическая ситуация может повлиять на наши будущие инвестиции и финансовые решения», – указано в сводном годовом отчете «Шелл»⁵. «Шелл» прогнозирует сохранение санкций в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

«Шелл» приступила к выходу с российского рынка, продав 100% акций ООО «Шелл Нефть» компании «Лукойл». 12 мая 2022 г. «Лукойл» на своем официальном сайте объявил о подписании контракта о сделке слияний и поглощений, подразумевающей приобретение 100% акций «Шелл Нефти»⁶. Сделка касалась 411 бензозаправочных станций (за исключением 19 бензозаправочных станций, работавших согласно лицензионному соглашению по использованию товарных знаков), комплекса по производству смазочных материалов в городе Торжке и всех сотрудников ООО «Шелл Нефть».

19 мая 2022 г. Федеральная антимонопольная служба (ФАС) одобрила сделку слияния и поглощения по приобретению компаний «Лукойл» «Шелл Нефти» на нижеописанных условиях⁷. «Лукойлу» разрешили приобрести 99.9% от общего количества акций «Шелл Нефти», а «Шелл Нефть» сохранила владение остальными 0.01% акций. Другим условием было, чтобы «Лукойл» вел регулярные торги нефтепродуктами на бирже. «Лукойлу» запрещалось приобретать на бирже нефтепродукты во время основной торговой сессии. ФАС выдвинул данные условия как необходимые меры для развития конкуренции на рынке нефтегазовых продуктов.

ФАС мог не одобрить 100%-ю продажу «Шелл Нефть», чтобы оставить «Шелл» возможность вернуться в будущем на российский рынок. Вместе с тем «Шелл» сообщает, что планирует покинуть российский рынок полностью.

Совет директоров «Шелл» отдает приоритет благополучию своих сотрудников и подписал контракт о слиянии и поглощении с условием перевода всех работающих в России сотрудников (более 350) в предприятие нового владельца бизнеса в полном соответствии с применимыми российскими законами и иными нормативными правовыми актами. «Лукойл» сохраняет рабочие места для всех сотрудников и будет развивать бывший бизнес «Шелл Нефти» под отдельным финским брендом Teboil, который компания «Лукойл»

приобрела в 2005 г. Активы «Шелл Нефти», включая всех сотрудников, становятся дочерним предприятием «Лукойла» под наименованием Teboil. Бывший генеральный директор «Шелл Нефть» В. Маслов возглавил новую компанию «Тебойл»⁸.

Ни одна из сторон не сообщила о стоимости сделки слияний и поглощений. Однако «Шелл» объявила об обоснованном убытке в размере 350 млн долл.⁹

К сожалению, на данный момент недостаточно информации для надлежащей оценки сделки слияния и поглощения, потому что в открытом доступе отсутствует информация о ее стоимости, на Московской фондовой бирже наблюдалось движение, ежегодный отчет и финансовая отчетность «Лукойла» за 2022 г. еще не опубликованы, а подробности сделки все еще не раскрыты. Тем не менее, с нашей точки зрения, согласно информации, полученной из ежегодного отчета «Шелл» за 2022 г., с официального сайта «Шелл» и «Лукойл», а также сайта «Форбс», приобретение 99.9% хорошо налаженного розничного бизнеса с 20-летней историей в России, который следует операционной стратегии «Лукойла», является выгодной сделкой для «Лукойла». Данная сделка дает «Лукойлу» возможность расширить свой розничный бизнес и развить его при помощи нового комплекса в Торжке, поскольку приобретен высококачественный и четко функционирующий бизнес со всеми сотрудниками, которые могут продолжить работать теперь в компании «Лукойл».

Кейсовый анализ электроэнергетической отрасли на российском рынке слияний и поглощений в 2022 г.: сделка между Enel, «Лукойлом» и «Газпромбанком»

В 2022 г. в энергетической отрасли было осуществлено небольшое количество сделок, и за весь год только четыре были завершены. Следует отметить, что по времени эти сделки распределились на два отдельных периода, две из них завершены в январе, а другие две – в октябре. В настоящем исследовании нас интересуют сделки, заключенные после начала российско-украинского конфликта в феврале 2022 г. В особенности мы концентрируемся на анализе потенциального влияния данного геополитического события на операционную деятельность компаний в электроэнергетической отрасли. В связи с этим мы решили тщательно исследовать две сделки итальянской энергетической компании Enel Group. Эти отдельные сделки, проведенные с российскими компаниями «Лукойл» и «ГПБ – Фрезия», по существу, можно объединить в одну операцию по стратегическому уходу из России итальянского энергетического гиганта. Такой выборочный подход позволяет нам изучить последствия конфликта на конкретном и уместном по времени примере, обеспечивая ценные наблюдения касательно того, каким образом такое геополитическое событие может повлиять на принятие стратегических решений, и касательно результатов сделки для энергетической отрасли.

⁵ Ежегодный отчет компании «Шелл» за 2022 г. URL: <https://reports.shell.com/annual-report/2022/>

⁶ Официальный сайт «Лукойл». URL: <https://lukoil.ru/PressCenter/Pressreleases/Pressrelease/lukoil-dogovorilsia-o-priobretanii-rossiiskikh>

⁷ Федеральная антимонопольная служба. URL: <https://fas.gov.ru/news/31950>

⁸ РБК. URL: <https://www.rbc.ru/business/07/06/2022/629efe9f9a7947f6fb11b5d6>

⁹ Ежегодный отчет Shell за 2022 г. URL: <https://reports.shell.com/annual-report/2022/>

В кейсовом анализе представлены основные участники сделки: итальянская энергетическая компания Enel Group и ее российская дочерняя компания «Энел Россия», «Лукойл» (историю компании можно посмотреть в предыдущем пункте) и Закрытый комбинированный паевой инвестиционный фонд «Газпромбанк – Фрезия». В нем также описаны основные события, предшествовавшие сделке, включая решение Enel продать свою долю и ответы потенциальных покупателей.

В 1962 г. Enel, название которой является аббревиатурой Ente nazionale per l'energia elettrica (Государственное ведомство по электрической энергии), была создана на основе 1 тыс. производителей электроэнергии в Италии, она модернизировала и расширила государственную энергосистему и положила начало использованию установок возобновляемой энергетики. После смены формы собственности на частную, сопровождавшуюся либерализацией итальянского рынка электроэнергии, Enel ввела в 2001 г. впервые в мире умные счетчики и произвела расширение по всему миру путем стратегических поглощений. На сегодня Enel – одна из крупнейших компаний по выручке и вторая – по выработке электроэнергии в мире. Она ведет деятельность в 29 странах, главным акционером является итальянское правительство.

ПАО «Энел Россия» было основано в Екатеринбурге 27 октября 2004 г. под названием ОАО ОГК-5 (ЭЛ5-Энерго). В июне 2007 г. Enel Group стала участником компании после приобретения 29.99% акций у ПАО ЕЭС. В октябре 2007 г. Enel увеличила свою долю до 37.15%, а затем – до 56.43%. 8 августа 2014 г. компания была зарегистрирована как «Энел Россия». В последний раз наименование изменилось 6 декабря 2022 г., когда ПАО «Энел Россия» было официально переименовано в ПАО «ЭЛ5-Энерго». «Энел Россия» широко распространена, в нее входят Конаковская ГРЭС, Невинномысская ГРЭС, Среднеуральская ГРЭС и несколько проектов ветряных электростанций. В настоящее время общая установленная мощность компании по производству электроэнергии составляет 5941.9 МВт, выработка тепловой энергии составляет 1927 Гкал/час.

В ходе исследования мы столкнулись с серьезной проблемой при поиске информации по закрытому комбинированному паевому инвестиционному фонду «Газпромбанк – Фрезия». Информацию по операционной деятельности, финансовому положению и стратегическим инициативам данного предприятия по большей части трудно найти. Несмотря на это выявлена заметная закономерность, которая раскрыла другую сделку, в ее результате «Лукойл» и «Газпромбанк – Фрезия» приобрели контрольный пакет акций¹⁰. Это говорит о возможном стратегическом альянсе или применении подхода совместного инвестирования данными двумя предприятиями.

Решение Enel продать всю свою долю в ПАО «Энел Россия» в размере 56.43%¹¹ акционерного капитала было окончательно определено 12 октября 2022 г. Продажа осуществлена ПАО «Лукойл» и фонду «Газпромбанк – Фрезия» и ее стоимость

составила около 137 млн евро. К концу 2022 г. появилась информация, что «Лукойл» консолидировал в собственности все ранее проданные акции (56.43%) («ЭЛ5-Энерго»), однако не было официального заявления или комментария касательно продажи доли, принадлежащей «ГПБ-Фрезия»¹². Такое интригующее развитие событий свидетельствует о том, что за данным подходом с совершением двух сделок скрывается нечто большее, чем простое бизнес-решение. Вероятно, участие «ГПБ-Фрезия» могло быть тактическим маневром, чтобы не столкнуться с проблемами при проведении сделки и дать возможность «Лукойлу» в результате получить контрольный пакет акций.

Обстоятельства самой сделки и объявления о сделке были следующими: в июне 2022 г. Enel объявила о решении продать свою долю в размере 56.43% компании «Энел Россия». Этот бизнес приносил компании более 1% от общей валовой прибыли от основной деятельности¹³. Однако сделка была реализована не сразу из-за особенностей нормативно-правового регулирования в России. Сделку временно отложили на основании Указа Президента РФ № 520, введенного в силу 5 августа 2022 г. Правительством РФ, который запрещает продажу долей в компаниях, признанных стратегически важными для экономики страны, до 31 декабря 2022 г. Было установлено, что данные сделки можно осуществлять только при наличии разрешения Президента РФ в прямой форме; без такого разрешения они считаются ничтожными. Данное обстоятельство создало непредвиденные препятствия для процесса слияния и поглощения, что подчеркивает, как важно понимать и ориентироваться в нормативно-правовой среде при трансграничных сделках слияний и поглощений.

Несмотря на нормативные препятствия сделке дали «зеленый свет», когда Президент РФ одобрил ее в сентябре 2022 г. Данное одобрение было принципиально важно для продолжения сделки, и оно показало, что в России при сделках в стратегически важных отраслях необходимо согласование исполнительных органов. Затем сделку должна была одобрить Правительственная комиссия по контролю за осуществлением иностранных инвестиций и Федеральная антимонопольная служба России. Наконец, в октябре 2022 г. все необходимые разрешения были получены, и Enel Group завершила продажу своей доли компании «Энел Россия». Сделка предусматривала передачу всех российских генерирующих мощностей Enel Group компании «Лукойл» и фонду «Газпромбанк – Фрезия».

Продажа доли Enel в ПАО «Энел Россия» была стратегическим шагом в ответ на существенные геополитические сдвиги и риски в регионе. В результате сделки стоимостью примерно 137 млн евро были переданы все производящие электроэнергию активы в России, общей мощностью около 5.6 ГВт из традиционных источников и около 300 МВт – из источников выработки ветровой энергии на различных этапах развития¹⁴.

С точки зрения финансовых результатов последствия данной продажи были многоаспектны и исключительно значи-

¹⁰ Mergers.ru: Новости. URL: <http://mergers.ru/news/LUKOIL-i-GPB-Freziya-poluchili-kontrol-nad-byvshej-rossijskoj-dochkoj-strahovschika-AIG-81040>

¹¹ Официальный сайт «ЭЛ5-Энерго»: Структура акционерного капитала. URL: <https://www.el5-energo.ru/en/investors/share-capital/structure/>

¹² Ведомости. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/news/2023/01/09/958384-lukoil-poluchil-el5-energo>

¹³ Официальный сайт Enel Group: Новости. URL: <https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2022/06/enel-sells-its-entire-5643-stake-in-pjsc-enel-russia->

¹⁴ Сводный ежегодный отчет Enel Group за 2022 г. URL: https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2022/annuali/en/integrated-annual-report_2022.pdf

мы. Группа компаний сообщила о существенном убытке в результате сделки около 1551 млн евро. Основными причинами данного убытка стали высвобождение трансляционного резерва (1054 млн евро) и переоценка активов по текущей стоимости в размере около 497 млн евро.

Возможно, на решение о продаже повлияла совокупность факторов, включая геополитическую нестабильность и стратегическую цель компании подстроиться под самые крупные сдвиги на мировых энергетических рынках. Значительные финансовые последствия подчеркивают наличие потенциальных рисков, связанных с деятельностью в геополитически нестабильных регионах.

Несмотря на продажу своей доли в ПАО «Энел Россия» Enel Group сохраняет в собственности доли в акционерном капитале в России в ООО «Энел Грин Пауэр Рус», ООО «Энел Икс Рус» и 49,5% в совместном предприятии ООО «Русэнергосбыт», работающем с конечными потребителями.

Анализ ситуации после сделки выявил существенные процессы развития и изменения в компаниях – участницах сделки. Значение имеют смена руководства, колебания цены акций и изменения в дивидендной политике.

Во-первых, 9 декабря 2022 г. было объявлено о существенных изменениях в руководстве «Энел Россия». Новым генеральным директором стал А.А. Тналин, опытный руководитель, проработавший в ПАО «ЛУКОЙЛ» 13 лет¹⁵. Такая смена руководства говорит о существенных стратегических изменениях, возможно, в рамках адаптационного процесса после сделки.

Далее в том же месяце «Лукойл» выставил оферту миноритарным акционерам «ЭЛ5-Энерго». Оферта с предложением выкупа акций компании по 0,48 руб. за акцию вызвала заметную реакцию рынка. Произошло значительное падение стоимости акций «ЭЛ5-Энерго» почти на 6%¹⁶. Аналитики объяснили это падение тем, что цена оферты была ниже пространственного биржевого курса акций.

В апреле 2023 г. «ЭЛ5-Энерго» объявила о своей дивидендной политике. Компания заявила, что не будет выплачивать дивиденды, а использует все средства на покрытие убытка компании¹⁷. В последний раз компания выплачивала дивиденды в 2020 г.

Необходимо отметить, что исходя из общедоступной информации после сделки не происходили массовые увольнения или перевод сотрудников внутри компании.

Изучая финансовую отчетность «ЭЛ5-Энерго» за 2022 г., мы обнаружили заслуживающие внимания изменения в прибыльности компании по сравнению с предыдущим годом. В 2021 г. компания отчиталась о стабильном функционировании с общим доходом в размере 2,3 млрд руб. Однако в финансовой обстановке 2022 г. картина резко изменилась. Компания отчиталась о значительном убытке в размере около 20 млрд руб. Данное расхождение, составляющее финансовое отклонение более 22 млрд руб. в первую очередь объясняется снижением стоимости основных средств.

В первые месяцы 2023 г. оценка активов показала, что снижение стоимости необходимо подтвердить в финансовой отчетности. Данное снижение стоимости в размере крупной

суммы 29,4 млрд руб. было главным фактором в заявленных убытках 2022 г.

Несмотря на общий финансовый спад компания «ЭЛ5-Энерго» смогла увеличить выручку на 2 млрд руб. по сравнению с 2021 г. Этот рост выручки в условиях значительных финансовых убытков свидетельствует о сложной специфической финансовой обстановке в компании.

Мы также изучили динамику стоимости акций «ЭЛ5-Энерго» и Enel Group при серьезных событиях, имевших место в течение года. Однако важно отметить, что сложно отнести колебания цены акций компании «Лукойл» к конкретным событиям, поскольку в течение года компания заключает множество сделок. Следовательно, установить прямую корреляцию между определенными событиями и ценой акций – сложная задача.

В нашем подробном исследовании изучается динамика курса акций «ЭЛ5-Энерго». Эта важная работа проиллюстрировала реакцию цены акций на знаковые события, происходившие в течение года. Мы наблюдали схожую закономерность колебаний в цене акций Enel Group. Можно установить связь между двумя конкретными событиями и серьезными падениями цены акций. Первое падение произошло в начале военной операции в феврале 2022 г., оно прошло ударной волной по мировым рынкам. Второй спад наблюдался незадолго до объявления о заключении сделки в октябре. Это было второе событие первостепенной важности, привлечение пристального внимания инвесторов.

Объявление о продаже российского бизнеса Enel в июне стало переломным моментом. Оно спровоцировало резкое падение цены акций Enel Group и, напротив, акции «Энел Россия» в тот же период заметно выросли в цене, указывая на одобрение рынком предполагаемой сделки.

Тем не менее несмотря на несколько случаев роста и падения к моменту завершения сделки акции обеих компаний упали до своих самых низких показателей. Акции «Энел Россия» стоили 0,349 руб., а акции Enel Group упали до 4 евро. Эти цифры представляют резкий контраст по сравнению с ценами января 2022 г., которые составляли 0,8 руб. за акцию «Энел Россия» и 7 евро за акцию Enel Group.

Перенесемся в наше время. Акции Enel Group оказались устойчивыми и показали отскок практически до уровня января 2022 г. – 6 евро за акцию. Однако цена акций «ЭЛ5-Энерго», в настоящее время колеблющаяся в районе 0,56 руб., не подает признаков возврата в обозримое будущее на уровень до начала конфликта. Данный анализ подчеркивает существенное и длительное влияние геополитических событий на динамику рынка и судьбу энергетических компаний.

Делая выводы на основании данного кейсового анализа, важно отметить сложность оценки влияния сделки на «Лукойл». К сожалению, из-за отсутствия финансовой информации за 2022 г. и многочисленных других сделок, проводимых компанией в течение года, определение конкретных последствий данной сделки превращается в сложную задачу. Такая высокая активность деятельности компании осложняет ситуацию при оценке общей успешности сделки.

Тем не менее необходимо отметить, что данные наблюдения основаны на относительно краткосрочных отрезках разви-

¹⁵ Официальный сайт «ЭЛ5-Энерго»: Новости. URL: <https://www.el5-energo.ru/media/press/2022/09122022/>

¹⁶ РБК. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/63bc0b639a79474c4a1805ac>

¹⁷ Официальный сайт «ЭЛ5-Энерго»: Новости. URL: https://www.el5-energo.ru/upload/iblock/26d/kkvvpt4j2rfs83oerxyz2f31lc7esh/PRESS_RELEASE_EL5_ENERGO_BOARD_OF_DIRECTORS_RECOMMENDED_NOT_TO_PAY_DIVIDENDS.pdf

тия событий. На проявление полного воздействия данной сделки и последующих внутренних изменений, например, касающихся руководства компании, может уйти больше времени. Поэтому для полного и обоснованного понимания последствий данного маневра компании принципиально важно наблюдение в долгосрочной перспективе. В то время как наш анализ дает ценные выводы по первоначальному воздействию сделки, необходимо дальнейшее исследование для изучения долго сохраняющихся последствий данных значительных изменений в структуре собственности.

Вывод и обсуждение

Исследование сделок слияний и поглощений на российском рынке, особенно в нефтегазовой и энергетической отраслях, выявило сложную обстановку с геополитическими изменениями и рисками.

Изучая рынок на предмет сделок с российскими компаниями, мы обнаружили корреляцию между политической и экономической обстановкой и объемом сделок. Таким образом, в 2006–2007 гг., когда в экономике была благоприятная среда, количество сделок и их объем в два раза превосходили эти показатели послекризисного периода 2009–2010 гг.

Переломным моментом для сделок стал 2014 г., когда санкции и сокращение иностранного капитала в российской экономике привели к стабильному уменьшению количества сделок вплоть до 2022 г. Из-за пандемии 2020 г. мировой кризис также отрицательно сказался на количестве сделок слияний и поглощений, но затем появилась надежда на восстановление экономики. В 2021 г. количество сделок на рынке существенно выросло впервые за длительный период.

Результат геополитического кризиса 2022 г. неоднозначен. С одной стороны, видна положительная тенденция роста количества сделок, но, с другой стороны, она сопровождается снижением объема сделок.

Из-за создавшейся ситуации вопрос оценки российских сделок становится еще более неотложным.

В целом влияние эффективности слияний и поглощений на эффективность деятельности компаний занимает значительное место в литературе. Тем не менее очевидно, что исследователи не достигли согласия в вопросе методологий оценки таких сделок. Одним из методов, применяемых авторами, является анализ среды функционирования. Этот анализ служит надежным статистическим методом на основе методов линейного программирования, и он позволяет осуществить сравнительную оценку эффективности деятельности компаний в рамках выборки.

Однако тема исследования сделок на российском рынке в нефтегазовой и электроэнергетической отраслях в научных работах изучена слабо, поскольку большинство их сосредоточено на исследовании развитых экономик или других секторов рынка.

Наша оценка вплоть до 2022 г., в которой применен анализ среды функционирования, говорит о положительной тенденции в области слияний и поглощений. Это подтверждает первую гипотезу, говорящую о том, что сделки слияний и поглощений в целом оказывают положительное влияние на эффективность деятельности компаний-участниц.

Два кейсовых анализа сделок слияний и поглощений, одна между «Лукойлом» и «Шелл Нефтью» в нефтегазовом секторе, а вторая – между «Энел Россия» и «Лукойлом» в энергетическом секторе, помогли проиллюстрировать трудности, связанные с такими сделками. Однако по этим кейсовым анализам мы не можем сделать однозначных выводов из-за

отсутствия данных по результатам деятельности компаний в долгосрочной перспективе после сделки слияния и поглощения. В любом случае, исходя из имеющейся информации, представляется, что сделка слияния и поглощения между «Лукойлом» и «Шелл Нефтью» может потенциально иметь положительное влияние на эффективность деятельности «Лукойла». Приобретение позволяет «Лукойлу» расширить розничный бизнес в России и извлечь выгоду из отложенной операционной деятельности и опытного персонала «Шелл Нефти».

С другой стороны, сделка между «Энел Россия» и «Лукойлом» выглядит более сложной, поскольку электроэнергетика – вторичное направление деятельности «Лукойла». Сможет ли «Лукойл» достичь эффективности и продемонстрировать положительные результаты деятельности после такого приобретения, может зависеть от других факторов, но тем не менее диверсификация бизнеса и расширение зоны влияния, скорее всего, окажут положительное воздействие на результаты компании.

Кейсовый анализ также показал, что нестабильная внешняя среда не всегда оказывает отрицательное воздействие на эффективность деятельности компании-покупателя. Уход «Шелл» с российского рынка и продажа компанией Enel своей доли в компании «Энел Россия» произошли под существенным влиянием нестабильной внешней обстановки, в основном, в виде геополитических изменений и рисков.

«Шелл» ушла из-за опасений в области безопасности и потенциально возможного воздействия санкций на ее операционную деятельность. Таким же образом решение Enel о продаже кажется в большей степени вызванным желанием смягчить риски, связанные с работой в геополитически нестабильном регионе.

Компания «Лукойл», выступившая в роли покупателя в обеих сделках, под влиянием этой нестабильной обстановки столкнулась с проблемами непосредственно сразу после сделки и на более длительном отрезке. В краткосрочном периоде компании пришлось приспосабливаться к сложной нормативно-правовой среде России, включая необходимость получить разрешение Президента РФ на совершение сделки с «Энел Россия».

В более долгосрочной перспективе предстоит понять, сможет ли «Лукойл» извлечь выгоду из данных приобретений и повысить свою эффективность в обстановке политической и экономической нестабильности. Реакция рынка на обе сделки слияний и поглощений была неоднозначной, и после сделок акции «Лукойла» подверглись существенным колебаниям.

Следует отметить, что нестабильная внешняя обстановка иногда может нести в себе возможности для компаний, которые готовы ими воспользоваться. В этом случае «Лукойл» имел возможность значительно расширить свой бизнес при помощи данных поглощений несмотря на проблемы, вызванные внешней средой. Успешность реализации компанией потенциальных выгод от данных сделок будет во многом зависеть от того, сможет ли она справиться с рисками и проблемами, связанными с ведением деятельности в этой нестабильной обстановке.

Важно отметить, что долгосрочные последствия данных сделок все еще предстоит полностью осмыслить, а кейсовый анализ дает аналитические выводы при краткосрочном развитии событий. Чтобы получить представление о полном эффекте данных сделок, включая изменения в руководстве, рабочей стратегии и финансовых показателях деятельности, требуются новые исследования и анализ.

Список литературы

1. Radygin A. Russia's Market of Mergers and Acquisitions: Stages, Features and Prospects. *Voprosy Ekonomiki*. 2009;(10):23-45. (In Russ.) <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2009-10-23-45>
2. Kinatader H., Fabich M., Wagner N. Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets. *SSRN Electronic Journal*. 2017:2896703. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2896703>
3. Yaghoubi R., Yaghoubi M., Locke S., et al. Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*. 2016;33(1):147-188. <https://doi.org/10.1108/SEF-03-2015-0078>
4. Bhagat S., Malhotra S., Zhu P.C. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *SSRN Electronic Journal*. 2011:1813202. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1813202>
5. Aybar B., Thanakijsonbom T. Financing decisions and gains from cross-border acquisitions by emerging-market acquirers. *Emerging Markets Review*. 2015;24:69-80. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.05.008>
6. Bertrand O., Betschinger M.-A. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*. 2011;40(3):413-437. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.11.003>
7. Chirkova E., Chuvstvina E. Market reaction to the announcement of the acquisition of public and private companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 2012;5(3):30-43. (In Russ.) <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.5.3.2011.30-43>
8. Grigorieva S., Kolmykova T. Impact of Stock Payment on M&A Performance in High Information Asymmetry. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6. Ekonomika. = Moscow University Economics Bulletin* 2020;(3):58-77. (In Russ.)
9. Dell'Acqua A., Etro L., Piva M., et al. Investor protection and value creation in cross-border m&as by emerging economies. *Journal of International Financial Management & Accounting*. 2017;29(1):83-100. <https://doi.org/10.1111/jifm.12069>
10. Rodionov I.I., Mikhalechuk V.B. M&A Synergies in Domestic M&A Deals in Russia in 2006-2014. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Journal of Management*. 2016;14(2):3-28. (In Russ.) <https://doi.org/10.21638/11701/spbu18.2016.201>
11. Rogova E., Lusina D. The effect of mergers and acquisitions on companies' fundamental values in emerging capital markets (the case of BRICS). *Journal of Corporate Finance Research*. 2015;9(3):27-50. (In Russ.) <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.3.2015.27-50>
12. Hsu P.-H., Huang P., Humphery-Jenner M., et al. Cross-border mergers and acquisitions for innovation. *Journal of International Money and Finance*. Elsevier. 2021;112(C):102320. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102320>
13. Nepomuceno T. Data envelopment analysis (DEA). *Scholarly Community Encyclopedia*. 2022.URL: <https://encyclopedia.pub/entry/7783> (accessed on 16.07.2023)
14. Ochirova E., Dranev Yu. The Impact of R&D Expenditure upon the Efficiency of M&A Deals with Hi-Tech Companies. *Foresight and STI Governance*. 2021;15(1):31-38. <https://doi.org/10.17323/2500-2597.2021.1.31.38>
15. Bai X., Zeng J., Chiu Y.-H. Pre-evaluating efficiency gains from potential mergers and acquisitions based on the resampling DEA approach: Evidence from China's railway sector. *Transport Policy, Elsevier*. 2019;76:46-56. <https://doi.org/10.1016/j.tranpol.2019.01.012>
16. Walter M., Cullmann A. Potential Gains from Mergers in Local Public Transport: An Efficiency Analysis Applied to Germany. *Discussion Papers of DIW Berlin*. 2018;832. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1426091>
17. Wankea P., Maredza A., Gupta R. Merger and acquisitions in South African banking: A network DEA model. *Research in International Business and Finance*. 2017;(41):362-376. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.055>
18. Chang T.-S., Lin J.-G., Ouenniche J. DEA-based Nash bargaining approach to merger target selection. *European Journal of Operational Research*. 2023;305(2):930-945. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2022.06.017>
19. Rahman M., Lambkin M. Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*. 2015;46:24-35. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.01.003>
20. Vinocur E., Kiymaz H., Loughry M.L. M&A capability and long-term firm performance: a strategic management perspective. *Journal of Strategy and Management*. 2023;16(2):211-234. <https://doi.org/10.1108/JSMA-10-2021-0204>
21. Pervan M., Višić J., Barnjak K. The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*. 2015;23:1451-1456. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00351-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00351-2)
22. Deloitte (2017) M&A Making the deal work // Website [deloitte.com](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-making-the-deal-work-strategy.pdf). (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-making-the-deal-work-strategy.pdf>)

23. Coelli T., Prasada Rao D., O'Donnel C., et al. *An introduction to efficiency and productivity analysis*. N.Y.: Springer Science + Business Media; 2005. 341 p.
24. Stobierski T. 13 Financial Performance Measures Managers Should Monitor. 2020. URL: <https://online.hbs.edu/blog/post/financial-performance-measures> (accessed on 16.07.2023)
25. Murphy A., Tucker H., eds. The Global 2000. URL: <https://www.forbes.com/lists/global2000/?sh=3c76bc6c5ac0> (accessed on 16.07.2023)

Приложение

Приложение 1. Завершенные сделки слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли в России в 2022 г

№ п/п	Дата	Продавец	Страна	Покупатель	Объект	Доля, %	Стоимость сделки
1	Дек. 22	Mercantile & Maritime Energy/Vitol	Великобритания, Сингапур/Нидерланды, Швейцария	Fossil Trading FZCO	«Восток Ойл»	5.00	3.5 млрд евро
2	Окт. 22	ExxonMobil	США	«Сахалинморнефтегаз-Шельф»	Проект Сахалин-1	30.00	Убыток по активам 4 млрд долл.
3	Сент. 22	Totalenergies (Total)/Equinor (Statoil)	Франция/Норвегия	«Зарубежнефть»	Харьягинское месторождение	50.00	Нет инф.
4	Авг. 22	Totalenergies (Total)	Франция	«НОВАТЭК»	«Тернефтегаз»	49.00	Нет инф.
5	Авг. 22	Росгеология/Дмитрий Чепурный	Россия	«Эльгауголь» (Эльгинское угольное месторождение)	«Ундыткан»	67.00	Нет инф.
6	Июль 22	Trafigura Beheer BV	Нидерланды, Швейцария	Nord Axis Limited	«Восток Ойл»	10.00	7 млрд долл.
7	Июнь 22	«Газпром»	Россия	«Лукойл»	«Лаявожнефтегаз»	49.00	11 436 млрд руб., 223.8 млн долл.
8	Июнь 22	«Ростех»	Россия	«А-Проперти»	«Эльгауголь» (Эльгинское угольное месторождение)	5.00	40.80–95.20 млн долл.
9	Май 22	Equinor (Statoil)	Норвегия	«Роснефть»	«Севкомнефтегаз»	33.30	Нет инф.
10	Май 22	Equinor (Statoil)	Норвегия	«Роснефть»	СП по освоению доманиковых отложений в Самарской области	49.00	Нет инф.
11	Май 22	Equinor (Statoil)	Норвегия	«Роснефть»	«КрасГеоНАЦ»	49.00	Нет инф.
12	Май 22	«Шелл»	США	«Газпром Нефть»	«Гыдан Энерджи»	50.00	Нет инф.
13	Май 22	«Газпром Нефть»	Россия	«Лукойл»	«Меретояханефтегаз»	50.00	52 млрд руб., 710.4 млн долл.
14	Фев. 22	Дамир Туктаров / Станислав Котов	Россия	АО «Аврора»	«Инвестгеосервис»	44.60	78 млн долл.
15	Фев. 22	Petronas	Малайзия	«Лукойл»	Шах-Дениз	10.00	1.45 млрд долл.
16	Фев. 22	Repsol YPF	Испания	«Газпром Нефть»	Нефтегазоносная зона Карабашский 10	50.00	Нет инф.
17	Янв. 22	Repsol YPF	Испания	«Газпром Нефть»	«Евротэк-Югра»	68.00	Нет инф.
18	Нояб.22	Baker Hughes Inc	США	Руководство	Российская часть бизнеса Baker Hughes	100.00	365 млн долл.
19	Сент. 22	Halliburton	США	«Бурсервис»	Российская часть бизнеса Halliburton	100.00	344 млн долл.
20	Авг. 22	Eni	Италия	«Лукойл»	Eni-Nefto	100.00	Нет инф.
21	Май 22	«Шелл»	США	«Лукойл»	Shell Oil	100.00	Нет инф.
22	Май 22	Eurasia Drilling Company (EDC)	Россия	Буровая компания «Развитие»	Eurasia Drilling Company	100.00	Нет инф.
23	Май. 22	«Роснефть»	Россия	УК Комакс	«РН-Востокнефтепродукт»	100.00	Нет инф.
24	Апр. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	«УК Татбурнефть»	100.00	Нет инф.
25	Апр. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	«Татинтек»	100.00	Нет инф.
26	Апр. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	УК «Татспецтранспорт»	100.00	Нет инф.
27	Апр. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	КРС-Сервис	100.00	Нет инф.
28	Апр. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	TMS Логистика	100.00	Нет инф.
29	Апр. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	«НКТ-Сервис»	100.00	Нет инф.
30	Апр. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	«Мехсервис-НПО»	100.00	Нет инф.
31	Янв. 22	«Северсталь»	Италия, Россия (СЗФО, ЦФО, ПФО), США, Украина, Франция, Швейцария	«Русская энергия»	«ВоркутаУголь»	100.00	15 млрд. руб., 202.4 млн долл.
32	Март 22	Екатерина Бородина	Россия	«Лукойл»	Топливная компания ЕКА	100.00	61.3 млн долл.
33	Фев. 22	Standard-Oil	Russia	Холдинговая компания «Эволюция»	«ВПК-Ойл»	100.00	2.7 млрд руб., 35.9 млн долл.
34	Янв. 22	«Таграс»	Россия	«Татнефть»	«ТаграС-ХимСервис»	100.00	Нет инф.

Источник: Mergers.ru.

Приложение 2. Список нефтегазовых компаний и сделок

Год завершения	Полное наименование компании-цели	Полное наименование компании-покупателя
2005	«Сибирская Нефтяная Компания»	ОАО «Газпром»
2007	Проект Сахалин-2	ОАО «Газпром»
2016	ПАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»	«Роснефть Ойл»
2009	ОАО «Газпром нефть»	ОАО «Газпром»
2013	ООО «Нефтегазовая компания «Итера»	«Роснефть Ойл»
2004	Shtokman Offshore Gasfield Development	ОАО «Газпром»
2009	ООО «СеверЭнергия»	ОАО «Газпром»
2014	ООО «Бурнефтегаз»	ОАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»
2017	ПАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»	«Роснефть Ойл»
2011	Ковыктинское газоконденсатное месторождение	ОАО «Газпром»
2007	ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»	ОАО «Газпром»
2007	«Нефтяная компания ЮКОС» – транспортные активы	«Роснефть Ойл»
2017	АО «Независимая нефтегазовая компания» – проект «Конданефть»	«Роснефть Ойл»
2018	Maretiom Investments Ltd	ПАО «Новатэк»
2007	ОАО «Мосэнерго»	ОАО «Газпром»
2017	ПАО Банк ЗЕНИТ	ПАО «ТАТНЕФТЬ» им. В.Д. Шашина
2015	ООО «Национальный нефтяной консорциум»	«Роснефть Ойл»
2007	«Нефтяная компания ЮКОС» – нефтяное месторождение	«Роснефть Ойл»
2009	ОАО «Дальтрансгаз»	ОАО «Газпром»
2019	ООО «Сибур Тольятти»	ПАО «ТАТНЕФТЬ» им. В.Д. Шашина
2010	ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз»	ОАО Нефтегазовая компания «Славнефть»
2012	ЗАО «Синтезнефтегаз»	«Роснефть Ойл»
2004	ЗАО «Стимул»	ОАО «Газпром»
2019	ООО «РН-Кат»	ПАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»
2007	ПАО «Морион»	ОАО «Газпром»
2005	ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»	ОАО «Газпром»

Источник: составлено авторами.

Приложение 3. Список энергетических компаний и сделок

Год завершения	Полное наименование компании-цели	Полное наименование компании-покупателя
2011	ОАО «Шестая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии»	ОАО «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии»
2012	Российская Федерация – энергетический объект	АО «РусГидро»
2019	АО «Дальневосточная Энергетическая компания» – предприятие по распределению электроэнергии	ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы»
2015	ОАО «Санкт-Петербургские электрические сети»	ПАО «Ленэнерго»
2013	ООО «Теплоэнергоремонт»	ПАО «Мосэнерго»
2015	ООО «Теплоснабжающая компания Мосэнерго»	ПАО «Московская объединенная энергетическая компания»
2016	ООО «ОГК-Инвестпроект»	ПАО «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии»
2009	АО «Энергосбытовая компания РусГидро»	АО «РусГидро»
2016	ПАО «РАО Энергетические Системы Востока»	АО «РусГидро»
2010	ОАО «Ярославская городская электросеть»	ПАО «МРСК Центра»
2015	ОАО «Петродворцовая электросеть»	ПАО «Ленэнерго»
2013	ООО «Тобольская ТЭЦ»	ПАО «Фортум»
2011	ЗАО «Международная энергетическая компания» {МЭК}	АО «РусГидро»
2019	Rus Gas Turbines Holdings BV	АО «Интер РАО ЕЭС»
2018	АО «Гидроинвест»	АО «РусГидро»
2018	ООО «ТСК новая Москва»	ПАО «Московская объединенная энергетическая компания»
2018	ОАО «Томские Магистральные Сети»	ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы»

Источник: составлено авторами.

Приложение 4. Код на языке R для расчетов АСФ

```

library(Benchmarking)
library(openxlsx)
library(readxl)

ed <- "fin_eff"
s1 <- "eff" # "eff" - обычный, другое ("seff") - суперэффективность
s2 <- 2 # 1 - x, 2 - y, 3 - xy, 4 - graph
# X2. Операционные издержки - все издержки не связанные с производством.
x1 <- Work_t_5_power$cogs
x2 <- Work_t_5_power$ass_all

# Y1. Валовой доход
y1 <- Work_t_5_power$ROA

# Y2. Валовая прибыль
y2 <- Work_t_5_power$Revenue_growth

# Рядности входных и выходных
sx <- cbind(x1, x2)
sy <- cbind(y1, y2)
res <- list("x"=sx, "y"=sy)

calc_eff_year <- function(s1, s2, sx, sy){
  # Расчет разных видов эффективности
  # s1 - "eff" - обычная эффективность, иначе - суперэффективность
  # s2 - 1,2,3,4 вид эффективности
  # Возвращает вектор эффективности
  sky <- cbind(sx, sy)
  if (s1 == "eff") {
    switch(s2,
      # Эффективность по входу
      (res <- dea.direct(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in", DIRECT = sx)
      z <- res$eff[,1]
      name <- "edk"),
      # Эффективность по выходу
      (res <- dea.direct(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "out", DIRECT = sy)
      z <- res$eff[,1]
      name <- "edy"),
      # Вход-выходная эффективность
      (res <- dea.direct(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in-out", DIRECT = sky)
      z <- (1 - res$eff[,1])
      name <- "edxy"),
      # Гиперболическая эффективность
      (res <- dea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "graph")
      z <- res$eff
      name <- "edgr")
    )
  } else {
    # Calculation of super efficiency
    switch(s2,
      # Эффективность по входу
      (res <- sdea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in", DIRECT = sx)
      z <- res$seff
      name <- "eds"),
      # Эффективность по выходу
      (res <- sdea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "out", DIRECT = sy)
      z <- res$seff
      name <- "edsy"),
      # Вход-выходная эффективность
      (res <- sdea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in-out", DIRECT = sky)
      z <- res$seff
      name <- "edsxy"),
      # Гиперболическая эффективность
      (res <- sdea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "graph")
      z <- res$seff
      name <- "edgrs"))
    }
  return(list("eff"=z, "name"=name))
}

fin <- calc_eff_year(s1, s2, sx, sy)
WORK <- cbind(work_t_5_power$company, fin$eff)

```

Вклад авторов: в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 06.10.2023; одобрена после рецензирования 18.11.2023; принята для публикации 30.11.2023.