

К ВОПРОСУ ОБ ОСОБЕННОСТЯХ М&А-МЕНЕДЖМЕНТА

К. В. Садыкова, Е. С. Бирюков

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

На данный момент мировая и национальная экономика столкнулась со множеством труднопрогнозируемых событий, которые Н. Таллеб назвал событиями «черного лебедя» – событиями, имеющими значительные последствия как для экономики в целом, так и для отраслей в частности. Интегрированные корпоративные структуры тем временем продолжают формироваться за счет реализации сделок М&А. Статистика и диагностика сделок М&А в компаниях-лидерах свидетельствует о том, что данные сделки не потеряли высокую степень риска. А классический менеджмент в М&А, сложившийся в последние двадцать лет, требует кардинальных изменений. Финансовое сообщество продолжает рассматривать присоединение новых бизнесов в качестве устоявшегося метода получения разного рода предпочтений, таких как, например, диффузия знаний и навыков в области инноваций, возможности выхода на новые рынки, ожидание получения синергетического эффекта, в том числе в рамках «материнской предвзятости». Изучая мировой и отечественный опыт, становится очевидным тот факт, что до сих пор большинство компаний-покупателей (или компаний-агрессоров) реализуют политику потребления в отношении компании-мишени, иными словами, компания-мишень не рассматривается как объект инвестиций любого рода. Речь идет, например, об инвестициях в капитал, в оптимизацию системы стратегического управления компании-мишени, в совершенствование бизнес-модели и т. д. В связи с этим авторами в данной статье рассматриваются особенности корпоративного управления в рамках Shareholder Activism, независимых директоров и агентской теории, показаны противоречия и обозначаются перемены в этих областях.

Ключевые слова: IR-стратегия, сделки слияний и поглощений, агентская теория, корпоративная стратегия, стратегическое управление и развитие, интегрированная корпоративная структура, Shareholder Activist, сделки М&А, DDG, совет директоров, теория Фридмана.

CONCERNING SPECIFIC FEATURES OF M&A MANAGEMENT

Xenia V. Sadykova, Evgeny S. Biryukov

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Today global and national economy is facing numerous hardly predictable events, which N. Taleb called 'the black swam' events, i.e. events having serious consequences both for economy in general and for industries in particular. Integrated corporate structures are still being formed at the expense of M&A deals. Statistic and diagnostic of M&A deals in leading companies testify that these deals have a high degree of risk, while classical management in M&A developed in the last 20 years requires drastic changes. Finance community considers acquisition of new businesses as a conventional method of getting different preferences, such as knowledge and skill diffusion in the field of innovation, opportunity of penetrating new markets, possible obtaining the synergy effect, including one within the frames of 'the so-called 'mum's bias'. By studying global and home experience we can clearly observe that the majority of companies-buyers (or companies-aggressors) pursue policy of acquisition in respect of companies-targets, in other words, the company-target is not considered as an object of any investment. It could be investment in capital, in optimization of the system of strategic management in the company-target or in upgrading business-model, etc. In this respect the authors study specific features of corporate management within the frames of ShareholderActivism, non-executive directors and agent theory, identify contradictions and show changes in these fields.

Keywords: IR-strategy, M&A deals, agent theory, corporate strategy, strategic management and development, integrated corporate structure, ShareholderActivist, M&A deals, DDG, Board of Directors, Freedman Theory.

Различие в понимании сущности подходов к определению, а значит, и подходов к регулированию сделок M&A зависит от законодательства, принятого в конкретном государстве. В США законодательство опционально в зависимости от штата.

Профессиональными участниками M&A-менеджмента традиционно являются инвестиционные банки, юридические, аудиторские и финансовые компании, консалтинговые агентства и менеджеры по интеграции. Деятельность данных участников M&A-менеджмента не вызывает вопросов, так как весьма подробно описана в множестве источников.

В развитых странах в M&A-менеджменте также традиционно участвуют стейкхолдеры-активисты (Shareholder Activist). Само выражение Shareholder Activist имеет два основных значения. Во-первых, это акционер, весьма активно пропагандирующий развитие корпоративной социальной ответственности компании. В данном случае в основном ведется активная борьба за возрастание экологичности производства, повышение качества жизни работников и рабочих, контроль по запрету или ограничению участия в спорных проектах (например, компания Tiffany отказывается от прибыли проектов «кровавых алмазов», не финансируя месторождения, где отрицается демократический режим) и пр.

Во-вторых, это акционер, открыто заявляющий, что менеджмент работает неэффективно, например, получает завышенные бонусы, недостаточно эффективно управляет агентскими издержками, реализует модель управления, которую нельзя считать инновационной, действует в ущерб инвесторам.

Говоря о профессиональных участниках реализации сделок M&A, нельзя не упомянуть о независимом директоре. В российской практике данное понятие тоже существует. Независимый директор – член совета директоров компании (bOD), который выбран акционерами. Главным критерием отбора независимых директоров является

свобода от стейкхолдеров, заинтересованных лиц в отношении пересечения или конфликтов интересов. Таким образом, независимый директор должен находиться вне любых отношений со стейкхолдерами, которые способны повлиять на свободу и независимость его суждений от конфликта интересов.

Для реализации некоторых форм корпоративных действий в сделках с заинтересованностью голоса независимых директоров учитываются отдельно, а решение принимается только при условии получения большинства подобных голосов. Ключевым моментом является то, что независимые директора должны оставаться строго вне заинтересованности в рамках сделки.

Несколько лет компания Spencer Stuart проводила исследования российского индекса совета директоров, который учитывает различные аспекты его работы, как, например, состав, комитеты и вознаграждение. По результатам опубликованных исследований российские компании находятся на предпоследнем месте по числу независимых директоров в Европе.

Так, например, в 2015 г. доля независимых директоров в общей доле директоров составляла 33,4%. Иными словами, только 161 директор из 482 проанализированных в обзоре мог считаться независимым. Причем этот результат продемонстрировал его снижение по сравнению с показателем 2014 г. на 6%.

В 2017 г. данный показатель был равен 36,7%, что на 2,7% выше показателя 2016 г. Это означает, что из 447 директоров только 164 оказались в категории независимых. В настоящее время точное количество независимых директоров не определено, однако известно, что этот показатель все еще является одним из самых низких в Европе.

Справедливости ради необходимо отметить, что российский индекс совета директоров не противоречит рекомендациям Кодекса корпоративного управления, который одобрен Банком России, согласно которым не менее одной трети от числен-

ности совета всех директоров должно приходиться на независимых [6].

В то же время в Дании данный показатель составляет примерно 77,2%, в Норвегии – примерно 76,3%, в Финляндии – не менее 84%, в Швейцарии – не менее 84%, а в США – не менее 85% об общего количества директоров в совете.

Российский индекс совета директоров учитывает не только процент независимых директоров, но и такие критерии, как среднее число заседаний советов директоров на одну компанию; процент членов советов директоров, назначенных в последнем финансовом году; средний возраст; процент женщин в совете директоров; средний размер вознаграждения неисполнительных директоров и пр.

Влияние независимых директоров на принятие валидных решений в интегрированных корпоративных структурах трудно переоценить. Принцип лояльности в формировании совета директоров давно был пройден как этап в практике корпоративного управления США, Великобритании и Скандинавии. Однако нельзя утверждать, что этот этап был пройден указанными странами революционно быстро.

Следующим после этапа лояльности ряд исследователей называют этап профессионализации совета директоров [3], который знаменует формирование совета директоров согласно принципу соответствия способностей каждого директора вносить адекватный вклад в стратегию компании. Следовательно, уровень компетенции каждого члена совета директоров должен быть равен или превосходить тот же уровень председателя совета директоров [1].

Вместе с тем в корпоративном управлении существует следующая коллизия: основная цель совета директоров и менеджмента компании – максимизировать выгоду для акционеров. Однако ряд исследователей считает, что этот тезис некорректен как минимум с точки зрения стратегии

управления, дисперсии ответственности и даже корпоративного законодательства.

Существует значительная разница между эффективной долгосрочной стратегией компании и максимизацией общей прибыли акционеров. Если данный тезис принять за аксиому, то он нивелирует деятельность инвесторов-активистов, которые вовлечены в гринмейлинг, т. е. корпоративный шантаж.

Теория Милтона Фридмана, резко отрицающая корпоративную социальную ответственность и любую иную задачу корпоративного управления [2], кроме максимизации акционерной стоимости, датируется 1970 г. Согласно Фридману, любой менеджмент как агент владельцев, фидуциар обязан осуществлять управление в соответствии с волей владельцев. Действительно, топ-менеджмент обычно является только агентом, действующим в интересах принципалов и бенефициаров. Акционеры и инвесторы делегируют право принятия решений менеджерам как агентам. Согласно агентской теории, владельцы корпорации – это акционеры, и они имеют не только тотальную власть над корпорацией, но и транслируют на топ-менеджмент свою волю.

На начало 2020 г. около 70% акций мировых компаний принадлежат институциональным инвесторам, таким как ПИФы, страховые компании, пенсионные и иные фонды. Кроме того, существует распространенная практика, при которой акции покупаются посредниками, которые действуют самостоятельно или от имени клиентов [4].

В большинстве своем акционеры ввиду ограниченной ответственности защищены от штрафов, неустоек, а в ряде случаев – и от уплаты налогов. А средний срок держания акций публичных компаний в мире ощутимо изменился. Так, например, в 1976 г. он составлял 3,9 года, а в 2015 г. – 7,4 месяца [7].

Традиционно агентская теория акцентировалась на некорректных суммах бонусов, «золотых» и «серебряных парашютах»

и низкой компетенции менеджмента. На данный момент она показала свою многоаспектность, а кроме этого, обострила весьма нетривиальный вопрос: почему в корпорациях транслируется воля тех, кто за нее по сути не отвечает?

Помимо прочего, теория Фридмана опасна для современной парадигмы экологического менеджмента в рамках отказа от корпоративной социальной ответственности для корпораций.

Широко известна статистика, которая указывает на то, что даже весьма устойчивые интегрированные корпоративные структуры склонны принимать невалидные решения в рамках процесса сделок M&A. Усложняется процесс оценки реализации и целей сделки еще и потому, что о результатах можно судить лишь через длительное время. Так, например, в 2015 г. компания Microsoft списала 96% стоимости своего подразделения мобильных телефонов, приобретенного годом ранее в процессе сделки с компанией Nokia за 7,9 млрд долларов. В том же году компания Google за 2,9 млрд долларов избавилась от активов такого же бизнеса, купленного тремя годами ранее у компании Motorola за 12,5 млрд долларов.

Весьма красноречивыми оказались сделки гиганта HP, которые увенчались списанием в убытки 8,8 млрд из 11,1 млрд долларов, потраченных на покупку проекта Autonomy. Нельзя не упомянуть и фиаско компании News Corporation в 2011 г. по продаже ресурса MySpace в рекордную антисумму 35 млн долларов, приобретя шестью годами ранее ресурс за 580 млн долларов [4].

Безусловно, существуют мировые примеры эффективных сделок M&A. Так, беспрецедентный рост акционерной стоимости компании Apple начался с удачной сделки по приобретению компании NeXT за 404 млн долларов в 1997 г. Также примечателен пример компании Google: десятью годами ранее провала с Motorola компания приобрела Android за 50 млн долларов, чем обеспечила себе максимальную долю

рынка операционных систем для смартфонов – одного из самых больших рынков мира.

Хотелось бы подчеркнуть, что отечественный высший менеджмент редко задумывается о проактивной стратегии предназначения: сделки M&A в основном проводятся на окологосударственном поле.

В качестве методов защиты до сих пор активно применяются различные вариации Pre-Offer и Post-Offer Defense. Интегрированные корпоративные структуры со значительной долей рынка часто являются приверженцами таких методов, как PACMan Defense, Poison Share и Poison Pills, а также методов рекапитализации высшего класса. Также в качестве методик защиты реализуются условия супербольшинства, тактики тяжбы, тактики стоп-соглашений, принципы реструктуризации пассивов и активов, принципы целевого выкупа, разделения boD. До сих пор активно реализуются рискованные методики White Squire и White Knight, а также ставшие традиционными даже в государственных органах методы «золотых», «серебряных» и «оловянных парашютов», методы реинкорпорации, Poison Put, Jonestown Defense. Неизменными остаются санкционирование привилегированных акций [8] и гринмейлинг, о котором сказано выше.

Сделки M&A часто представляются максимально эффективными с точки зрения объединения бизнеса, синергии, интеграции, а также кажутся психологически выгодными главам компаний, но основной пул проблем реализации данных сделок лежит в плоскости их мотивов.

Приобретение – форма, характерная для мирового опыта M&A. Наряду с поглощением (takeover) она имеет в качестве основного мотива способ получения прибыли или выгоды. Это может быть как выход на рынки, так и приобретение новых знаний и навыков. После получения требуемого присоединенная компания, отдав все ресурсы, быстро становится компанией-пустышкой, неспособной реализовать свои собственные показатели дости-

жения успеха KPI (Key Performance Indicator).

Опыт исследований в области M&A свидетельствует о том, что успешные сделки реализуют компании-покупатели, которые готовы вкладываться в компанию-цель. Существует много путей такого развития событий: инвестиции в капитал, стратегическое совершенствование системы управления, разумный бенчмаркинг, диффузия знаний и ценных ресурсов.

Возвращаясь к предкризисным индикаторам успешности сделки, проанализируем мотивы примеров, приведенных выше.

Гиганты Microsoft и Google имели прозрачный мотив самостоятельного выпуска

гаджетов; HP была мотивирована доступом к большим данным, средствам поиска и аналитики данных; News Corp. имела явной целью выход на рынок социальных сетей [5].

В качестве итога заметим, что классический менеджмент в M&A, сложившийся в последние двадцать лет, требует значительных, кардинальных изменений и внимания, в том числе в области Shareholder Activism, независимых директоров и агентской теории, а статистика реализации M&A-сделок крупных и успешных компаний подтверждает этот факт.

Список литературы

1. Вергилес Э., Захарова Т. Управленческая компетентность – основа развития потенциала менеджера высшей школы // Проблемы теории и практики управления. – 2010. – № 7. – С. 96–107.
2. Захарова Т. И. «Культурная» корпоративная культура // Экономические науки. – 2013. – № 10. – С. 150–160.
3. Иванова С. П., Садыкова К. В. Актуальные вопросы деятельности интегрированных банковских структур // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2018. – № 1 (97). – С. 90–99.
4. Пронин М. В. Критерии корпоративной эффективности слияний и поглощений компаний // Экономика и управление. – 2008. – № 2 (34). – С. 42–46.
5. Пронин М. В., Терехин В. И. Формирование организационно-экономического механизма слияний и поглощений // Вестник Тамбовского университета. – 2007. – № 5 (49). – С. 157–162.
6. Стафеев Д. А. Об операциях по слиянию и поглощению компаний: концепция синергизма // Банковские услуги. – 2007. – № 2. – С. 20–29.
7. Столярова К. В. К вопросу об инструментах IR-менеджмента при реализации стратегий слияний (поглощений) // Транспортное дело России. – 2011. – № 4 (89). – С. 152–153.
8. Столярова К. В. Передовой опыт в оптимизации системы отношений с инвесторами // Транспортное дело России. – 2011. – № 4 (89). – С. 154–156.

References

1. Vergiles E., Zakharova T. Upravlencheskaya kompetentnost – osnova razvitiya potentsiala menedzhera vysshey shkoly [Managerial Competence as a Foundation for Developing Potential of Higher School Manager]. *Problemy teorii i praktiki upravleniya* [Issues of Theory and Practice of Management], 2010, No. 7, pp. 96–107. (In Russ.).
2. Zakharova T. I. «Kulturnaya» korporativnaya kultura [‘Cultural’ Corporate Culture]. *Ekonomicheskie nauki* [Economic Sciences], 2013, No. 10, pp. 150–160. (In Russ.).

3. Ivanova S. P., Sadykova K. V. Aktualnye voprosy deyatel'nosti integrirovannykh bankovskikh struktur [Acute Issues of Integrated Banking Structures' Work]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2018, No. 1 (97), pp. 90–99. (In Russ.).
4. Pronin M. V. Kriterii korporativnoy effektivnosti sliyaniy i pogloshcheniy kompaniy [Criteria of Corporate Efficiency of Mergers and Acquisitions of Companies]. *Ekonomika i upravlenie* [Economics and Management], 2008, No. 2 (34), pp. 42–46. (In Russ.).
5. Pronin M. V., Terekhin V. I. Formirovanie organizatsionno-ekonomicheskogo mekhanizma sliyaniy i pogloshcheniy [Developing the Organizational and Economic Mechanism of Mergers and Acquisitions]. *Vestnik Tambovskogo universiteta* [Bulletin of the Tambov University], 2007, No. 5 (49), pp. 157–162. (In Russ.).
6. Stafeev D. A. Ob operatsiyakh po sliyaniyu i pogloshcheniyu kompaniy: kontseptsiya sinergizma [Concerning Operation with Mergers and Acquisitions of Companies: Concept of Synergism]. *Bankovskie uslugi* [Banking Services], 2007, Nop. 2, pp. 20–29. (In Russ.).
7. Stolyarova K. V. K voprosu ob instrumentakh IR-menedzhmenta pri realizatsii strategiy sliyaniy (pogloshcheniy) [Concerning Tools of IR-Management in Realizing Strategies of Mergers (Acquisitions)]. *Transportnoe delo Rossii* [Transportation In Russia], 2011, No. 4 (89), pp. 152–153. (In Russ.).
8. Stolyarova K. V. Peredovoy opyt v optimizatsii sistemy otnosheniy s investorami [Advanced Experience in Optimizing the System of Relations with Investors]. *Transportnoe delo Rossii* [Transportation in Russia], 2011, No. 4 (89), pp. 154–156. (In Russ.).

Сведения об авторах

Ксения Валерьевна Садыкова

кандидат экономических наук, доцент
базовой кафедры Благотворительного
фонда поддержки образовательных программ
«Капитаны» «Инновационный менеджмент
и социальное предпринимательство»
РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический
университет имени Г. В. Плеханова»,
117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Sadykova.KV@rea.ru

Евгений Сергеевич Бирюков

кандидат экономических наук,
декан факультета бизнеса
«Капитаны» РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический
университет имени Г. В. Плеханова»,
117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Biryukov.ES@rea.ru

Information about the authors

Xenia V. Sadykova

PhD, Associate Professor of Basic Department
of Charity fund for support of educational
programs "Captains" "Innovative
Management and Social Entrepreneurship"
of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 117997,
Russian Federation.
E-mail: Sadykova.KV@rea.ru

Evgeny S. Biryukov

PhD, Dean of the faculty of Business
"Captains" of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 117997,
Russian Federation.
E-mail: Biryukov.ES@rea.ru