

# Рынок слияний и поглощений как среда реализации функции стимулирования предпринимателей и менеджеров

Опубликован: [Менеджмент в России и за рубежом](#) №3, 2007

*Криничанский К.В.,*

Современные предприятия вынуждены функционировать в условиях открытой и достаточно агрессивной среды. Она – своего рода оборот институтов, опосредующих движение прав собственности на активы, прежде всего – фондового рынка. В литературе, начиная с 1960-х годов он (когда речь заходит о совершении на нем сделок, затрагивающих структуру прав собственности, и происходят изменения в составе субъектов, осуществляющих контроль) получил названия «рынка корпоративного контроля» и «рынка слияний и поглощений» (Mergers&Acquisitions, M&A).

Фондовый рынок выполняет функцию, непосредственно затрагивающую мотивационную сторону как предпринимателей или собственников активов, так и менеджеров. Будем называть ее функцией стимулирования предпринимателей и менеджеров <1>. Суть в следующем. Функционирование развитого рынка ценных бумаг позволяет персонифицированным бенефициариям, представляющим в экономической системе высшие страты иерархии в секторе фирм, максимизировать доход и уровень богатства не только через деятельность фирм на собственных рынках (то есть с помощью получения факторного дохода, будь то прибыль, дивиденды – для собственников или вознаграждение – для управляющих), но и с помощью совершения сделок на рынке слияний и поглощений. Существование развитого (ликвидного, диверсифицированного) рынка ценных бумаг подталкивает предприимчивых людей учреждать компании, проводить процедуру инкорпорирования или улучшать свой бизнес, так как создает понятную и прозрачную процедуру выхода из бизнеса и получения конечного вознаграждения за деятельность <2>. Другим агентам рынок позволяет строить стратегии, в рамках которых они планируют расширение собственного (или находящегося под их управлением) бизнеса. Речь идет не о доходах в форме вознаграждения за участие в управлении компанией и не о дивидендах, а о потенциальных доходах (реализованном богатстве) в форме полученных за свои акции (свою долю в капитале) денежных средств.

<1> Теория стимулирования наемного труда является достаточно глубоко и всесторонне развитой продвинутой частью экономической теории. Теория стимулирования предпринимательства требует проработки и систематизации.

<2> Согласно моему предположению, такая возможность сама по себе достаточный мотив, чтобы экономический агент (физическое лицо или предприятие) самостоятельно или в составе некоторого общества принял за ведение бизнеса в ожидании именно такой формы вознаграждения.

Рассматривая кластер фирм, которые находятся в системе конкурентных отношений, обнаруживаем, что и их владельцы получают сигналы с помощью рынка ценных бумаг, которые стимулируют их экономическую активность либо даже создают прямые стимулы для действий. Во-первых, это могут быть сигналы об успехах конкурентов (опережающий темп роста акций конкурентов). Во-вторых, это сигналы, в которых разгадывается возможность получения наличности или умножения богатства сделкой слияния или поглощения. При этом в выигрыше могут оказаться как фирма-«агрессор», так и фирма-«цель».

Функция стимулирования предпринимателей и менеджеров является сложной цепочкой установления экономических мотивов, создания хозяйственной системой институциональных условий и следующих за всем этим действий экономических агентов. Значимость институтов рынка ценных бумаг в том, что они, во-первых, формируют ясные ориентиры и стимулы в предпринимательской среде, во-вторых, обеспечивают механизм реализации поставленных агентами целей (максимизации богатства). Как результат, следование агентов предлагаемым способам действий, во-первых, стимулирует экономическую активность, а во-вторых, способствует инновационной практике (если инвестирующая публика готова адекватно оценивать новые технологии и кластеры экономики). В пользу этого говорит анализ нескольких исторических процессов. (В 1990-е годы в США и некоторых европейских странах случился «период бума компаний новой экономики» <3>. Я рассмотрел примеры того, как учредительная активность, активность на рынке M&A, сыграла важную роль для становления самого корпоративного сектора, устанавливая некоторые правила конструирования крупного бизнеса, предлагая свой баланс интересов менеджеров и акционеров, но рассматриваемые ситуации случились пораньше.

<3> Несмотря на критику содержания понятия «новой экономики», нужно признать, что учредительская и торговая активность данного периода стимулировала новые разработки в промышленности, технологиях, управлении и организации бизнес-процессов, что, в частности, проявилось в достаточно безболезненном преодолении последующего краткосрочного спада ведущих экономик в начале 2000-х годов.

Важнейшими субъектами рассматриваемого рынка являются компании, осуществляющие стратегию экспансии через практику поглощения других компаний. Нас интересуют вопросы обоснования выбранной стратегии с точки зрения собственников компаний-агрессоров и способа согласования интересов менеджеров и собственников-акционеров.

Объектом анализа будет компания, по своим признакам относимая к категории конгломерата. Целью анализа будет выявление причин, определение факторов и приемов, благодаря которым конгломерат, осуществляя практику поглощений, обеспечивает для акционеров (в сравнении с акционерами других корпораций) более высокую эффективность владения акциями, реализуя тем самым стимулирующую функцию фондового рынка. Таким образом,

объектом анализа является «поглощающий» конгломерат. Он должен отвечать двум основным характеристикам: 1) быстрое расширение через поглощения, 2) диверсификация. При этом, предположительно, обеспечивается лучшая эффективность с позиции акционеров.

### **1. Волны слияний и поглощений в США: конец XIX – начало XXI в.**

До 1920-х годов господствовали горизонтальные объединения, особенно в металлургических отраслях. Преобладающей формой компаний являлись многослойные (многофирменные) публичные акционерные общества. В 1930–1940-е годы на рынке M&A наблюдалась низкая активность. Период 1950–1960-х годов – это период расцвета поглощающих конгломератов, выросших из программ захвата и стратегий диверсифицированных приобретений.

Мотивы и предпосылки слиятельной активности менялись. Переход от преобладания крупных горизонтальных многофирменных консолидаций к преобладанию конгломератов, поглощающих менее родственные фирмы, был обусловлен изменениями природы институциональных и других элементов в среде слияний, включая антитрестовское законодательство, акты по регулированию рынка ценных бумаг. Одновременно с изменениями среды происходили изменения в области мотивации слияний и поглощений в сторону, противоположную образованию монополий, не связанную с экономией от масштаба.

Исторические вехи агрегированной корпоративной слиятельной активности – ежегодное число ликвидирующихся промышленных и добывающих фирм. Анализ показывает пять пиков активности: I – проявивший себя в самом начале XX в.; II – конец 1920-х годов; III – начавшийся после Второй мировой войны и продлившийся до конца 1960-х годов; IV – пик конца 1970-х – начала 1980-х годов, V – начавшийся в 1993 г., имеющий провал в 2002–2004 годов, возобновившийся с новой силой в 2005 г. и продолжающий развиваться по настоящее время.

Провозвестником первой волны слияний была организация в 1879 г. треста Standard Oil. В нем было сосредоточено около 90% нефтеперерабатывающих мощностей Соединенных Штатов и почти такой же процент трубопроводов для транспортировки нефти. В 1884–1887 гг. были созданы *Cottonseed Oil Trust*; *Linseed Oil Trust*; *National Leed Trust*; *Distillers & Cattle Feeders Trust*; *Sugar Trust*. Позднее наиболее влиятельными объединениями стали *Diamond Match Company (1889)*; *American Tobacco Company (1890)*; *United States Rubber Company (1892)*; *General Electric Company (1892)*.

Наивысшая слиятельная активность приходится на 1898–1902 гг. В течение 1895–1904 гг. было зафиксировано 3012 ликвидаций фирм через слияния, общая капитализация новоявленных компаний 6,91 млрд долл. Около трети этой активности было зарегистрировано в 1899 г. (1208 ликвидации и 2,26 млрд долл. капитализации).

В типичном горизонтальном объединении образовывалась одна крупная корпорация с доминирующей позицией в отрасли. 170 ликвидированных фирм сформировали US Steel Corporation с долей рынка, оцениваемой в 65%; 162 фирмы были поглощены American Tobacco, получившей в результате до 90% рыночной доли; 65 ликвидированных фирм преобразовались в E.I. du Pont de Nemours, получившей 85% рынка.

Частичное объяснение – в институциональном развитии, обеспечившем среду для таких соединений. Во-первых, это активно развивающиеся фондовые рынки, открывавшие возможности для привлечения капитала и осуществления сделок по приобретению компаний. Во-вторых, это развитие законодательства. В начале XIX в. корпоративное законодательство США было очень жестким. Корпорации не могли держать акции других корпораций, слияния не допускались; на корпоративную капитализацию устанавливались лимиты, а изменение величины капитала общества требовало единогласного одобрения акционеров [16].

В 1899 г. в штате Нью-Джерси было устранено ограничение на холдинговые компании. Предпосылкой для крупных выпусков ценных бумаг, которые сопровождали множество ранних слияний, была организация крупномасштабного рынка капитала. В свою очередь и консолидационное движение обеспечило базис для развития рынка ценных бумаг. Здесь, как и во многих экономических явлениях, трудно дифференцировать причину и следствие. Однако то, что это был период значительного развития рынка корпоративных ценных бумаг – вне всяких сомнений. Число эмиссий, включенных в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи, увеличилось со 150 в 1875 г. до 400 в 1900 г., а количество ежегодно торгованных акций выросло с 50 млн в 1895 г., до 250 млн в 1901 г. Торговая активность 1901 г. была превзойдена только в 1919 г.

Вот еще фактор, повлиявший как на появление новых корпоративных форм и новых типов транзакций с собственностью. Рынок ценных бумаг в тот и последующие периоды не только сделал технически возможным осуществление крупных консолидаций, но и обеспечил арену для действия профессиональных учредителей. Дело в том, что некоторые бизнесмены были активными конкурентами и нелегко отказывались от антипатий и подозрений, порожденных конкуренцией. Это накладывало ограничения на встречно ориентированные, добровольные шаги к консолидации. В этих условиях сенсационный процесс трестовского движения был возможным только благодаря существованию группы удачливых, агрессивных учредителей, способных с максимальной пользой и небескорыстно использовать благоприятность деловой ситуации, осуществляя сделки по объединению компаний. Однако удача была на стороне меньшинства. Высокое число банкротств среди объединений первой волны подтверждает, что мотивировкой ранних слияний были именно учредительские прибыли, а не действительная экономия.

В литературе преобладает мнение, что среди целей слияний преобладало устранение конкуренции и достижение монополистического положения (монопольной прибыли, контроля над рынком). Во многом крупные тресты и объединения раннего периода по своему содержанию отвечали признакам монополии или олигополии. Но, как полагают некоторые авторы, специализирующиеся на изучении иных эффектов сделок по слияниям и поглощениям (см. п. 2 и 3),

например Г. Линч, монопольное положение было в первую очередь результатом процесса и только во вторую – мотивом [10].

Другим фактором мотивации являлось ожидание увеличения прибылей в результате экономии от масштаба. Однако, по мнению некоторых авторов, мотив экономии тоже был не доминирующим. Финансисты, профессиональные «рейдеры» и успешные бизнесмены, активные в раннем объединительном периоде, были психологически мотивированны. (В действительности никакие возможные источники мотивации или благоприятствование внешней среды не могут рассматриваться по отдельности, как достаточные для объяснения этого либо любого другого периода слиятельной активности.)

В последней трети XIX в. повсеместно стала применяться заводская система производства. Колонизация и расширение железнодорожной сети увеличили рынки и сделали возможным крупномасштабное производство. Технологические инновации умножили производительные силы и способности производства через автоматизацию, специализацию и стандартизацию. Государственные корпоративные законы в 1880–1890-х гг. были смягчены. «Шермановский акт», объявлявший нелегальными «каждое соглашение, объединение... или сговор в торговле или коммерции...», был проведен в 1890 г. Но он оказался применим только в торговле и чрезвычайно трудно применим для споров в сфере промышленного производства. В этот же период значительно развилась Нью-Йоркская фондовая биржа – эффективный национальный рынок корпоративных ценных бумаг. Она обеспечила базу для крупных эмиссий (необходимых для множества объединений). Цены на акции к пику 1901 г. по сравнению с уровнем 1897 г. поднялись на 83%. Кроме того, это был период быстрой экспансии бизнеса, сопровождающийся благоприятными ожиданиями. Промышленное производство увеличилось за 1896–1901 годы на 57%. Это в совокупности с психологическими мотивами создало предпосылки для первой волны слияний.

Основная мотивация для участников заключалась в ожиданиях учредительских прибылей, увеличения власти и престижа, монополистических прибылей и экономии от масштаба. Успехи объединения в одной отрасли порождали слияния в других. Слияния проводились быстрыми темпами, и большая часть потенциала объединений в американской промышленности исчерпалась за несколько лет.

Упадок слиятельной активности был столь же быстр. В 1901 г. начался спад на рынке ценных бумаг. Цены на акции убывали: сначала медленно, затем быстрее, дойдя в 1903–1904 годах до обвала («*Rich Man's Panic*»). С 1901 к 1903 г. рыночные цены упали на 40%. В 1903–1904 годах произошло и сокращение общей деловой активности. Характерной особенностью заката первой эры слияний была перемена отношения к ним со стороны федерального правительства США. В 1903 г. *Bureau of Corporations*, ставшее позднее *Federal Trade Commission*, начало расследование в отношении *Standard Oil, American Tobacco* и других объединений. Первая волна слияний подошла к завершению.

Следующим периодом слиятельной активности стал конец 1920-х годов. С 1905 г. до 1925 г. слияния происходили медленно. Число ежегодных ликвидаций через слияния колебалось от 50 до 200. Начиная с 1921 г. слиятельная активность увеличивалась довольно устойчиво, к 1929 г. достигнув пика – 1245 ежегодных ликвидаций. После 1929 г. слиятельная активность резко оборвалась, сформировав картину, которая близко соответствовала модели цен фондового рынка в течение конца 1920-х – начала 1930-х годов.

Слиятельная активность 1920-х годов играла второстепенную роль относительно подъема темпов спекулятивной активности на фондовом рынке и быстрого расширения общей деловой активности. Этот период имел менее разрушительное воздействие на структуру конкуренции отраслей [10].

Предположительно, характер слияний периода 1920-х годов подвергался влиянию со стороны изменяющейся структуры антитрестовского законодательства. Расследование объединений *Standard Oil* и *American Tobacco* закончилось их роспуском в силу решений Верховного Суда от 1911 г. В 1914 г. конгресс провел закон *Clayton Act*, усиливший давление на монополии и призванный защитить конкуренцию.

После Первой мировой войны законодательная атмосфера стала терпимее к слияниям. В двух случаях, в 1918 и 1920 годах, Верховный Суд позволил *United Shoe Machinery Co.* и *United States Steel Corporation* сохранить существование, основываясь на «правиле взвешенного подхода» («*rule of reason*»). Было показано, что обе компании контролировали до 80% производства в соответствующих областях, но суд нашел, что они являются эффективными производителями, не злоупотребляющими своей рыночной властью. Судебный прецедент «правила взвешенного подхода», очевидно, мог бы быть аннулирован для новых объединений через *Clayton Act*, если бы не лазейка приобретения активов. *Clayton Act* ограничивал покупку акций, но не покупку активов. Вероятно, это было сделано потому, что предыдущие крупные корпорации действовали обычно через приобретение акций.

В 1920-х годах гибкость для слияний сохранялась, но окружающая среда была явно менее терпимой, чем это было на рубеже XIX и XX веков. Слиятельная активность, которая имела место в атмосфере обновленного правового пространства и общественного мнения, отличалась от воздуха предыдущего периода. Мотивация сменилась из монополии на олигополию. Слияния в 1920-х годах, как правило, предпринимались фирмами, которые не доминировали в отраслях, а их контроль над выпуском не превышал 50%. В результате, хотя желание ограничения и контроля над конкуренцией было очевидным, вследствие преобладания неблагоприятного правового климата оно осуществилось в гораздо меньших масштабах по сравнению с первым периодом.

Кроме того, хотя горизонтальные объединения, создававшие условия олигополистического рынка, по-видимому, и остались важной отличительной чертой второго периода, значительную часть слияний 1920-х годов можно классифицировать или как конгломерат географического расширения рынка, или как конгломерат расширения

ассортимента. Таким образом, менее значимыми элементами мотивации здесь выступают не только цели устранения конкуренции, но и достижение рыночной устойчивости и экономии от масштаба.

Нововведением второго периода (которое, вероятно, усилило сдвиг в сторону конгломеративных слияний) было развитие децентрализованных методов управления. Старая централизованная, функционально-специализированная форма организации заменялась децентрализованной, многодивизиональной, которая была впервые внедрена крупными фирмами *General Motors*, *Du Pont*, *Standard Oil of New Jersey* и *Sears Roebuck*. Многоуровневая структура удовлетворяла и краткосрочным, и долгосрочным потребностям прибыльного приложения ресурсов при переменчивости рынков.

Такой тип структуры разработан Альфредом Слоуном. Последний предполагал, что эта форма организации имеет следствия: во-первых, увеличивает мотивацию управления (посредством децентрализации власти и ответственности и через увеличение прозрачности раздельного управления); во-вторых, увеличивает возможность высшего руководства измерять и контролировать работу благодаря возможности оценивать прибыли относительно инвестируемого капитала; в-третьих, увеличивает возможности всей работы компании через привлечение дополнительного капитала в те подразделения, где это обернется наиболее высокой отдачей.

Стратегия и методика диверсификации, которой следовал *Du Pont*, были скопированы другими химическими компаниями в 1920-х годах, и это может быть отнесено к тенденции всех корпоративных слияний в этой отрасли. Однако весьма сомнительно, что изменения в управлении крупномасштабной диверсификацией имели глубокое влияние на тенденцию к слияниям корпоративного образца в 1920-е годы, так как новый тип структуры не был широко известен до 1930-х годов.

В итоге роль внешнего учредителя и во второй период слияний продолжала быть значительной, что подчеркивает сохранение роли фондового рынка как среды стимулирования предпринимателей и профессиональных менеджеров. Вместе с тем крупные мультифирменные консолидации не стали правилом, и история целого ряда крахов объединений, образовавшихся в 1895–1905 годах, заставляла бизнесменов осторожно относиться к практике слияний и поглощений. В 1920-е годы осторожность подтаивала в атмосфере оптимизма. Новые выпуски ценных бумаг охотно и незамедлительно поглощались, чем обеспечивались идеальные условия для учредителей.

Последовавшая экспансия в автотранспортной отрасли, секторе радиокommunikаций расширила рынки и повлияла на изменения в отраслевой структуре. При этом неблагоприятная реакция публики на противоконкурентные последствия ранних горизонтальных консолидаций привела к усилению антитрестовского законодательства. Это стало предпосылкой для изменения понимания экономических мотивов корпоративных консолидаций: вместо создания горизонтальных комбинаций бизнес стал предпринимать попытки осуществления конгломеративных слияний, основанных на эффектах от расширения ассортимента.

Новая волна слияний была зафиксирована вскоре после Второй мировой войны. Увеличение слиятельной активности с наиболее низкого уровня (126 ликвидаций в 1949 г.) поднялось до 1496 ликвидации в 1967 г. Постепенное увеличение активности и продолжительность этого периода отличают его от первого и второго периодов слияний.

1940-е годы характеризовались сильным ужесточением применения антитрестовского законодательства. В 1945 г. Верховный Суд пересмотрел «*rule of reason*». Было решено, что *Aluminium Company of America* нарушила «Шермановский акт», монополизировав 90% производства рафинированного алюминия. С этих пор монопольной властью не обязательно было злоупотреблять, она сама по себе объявлялась незаконной. В 1950 г. *Celler-Kefauver Act* внес поправку в статью 7 «Клайтон-Акта», закрыв «лазейку» поглощения активов (имущества). Поправка относилась ко всем типам слияний и поглощений, вертикальных, конгломеративных, горизонтальных. Однако чем меньше были связаны продукты и рынки сливающихся фирм, тем менее они были подвержены нажиму антитрестовских законов.

Федеральная торговая комиссия классифицировала слияния согласно критерию отнесения их к категории горизонтальных, вертикальных или конгломеративных. Результаты этой классификации показаны в таблице 1.

Таблица 1

Классификация слияний в горнодобывающем и промышленном секторах

№ п/п	Типы слияний	Период слияний			
		1940-1947	1948-1953	1954-1959	1960-1964
1	Конгломеративные, в том числе	0,21	0,587	0,615	0,71
1.1	Рыночное расширение		0,069	0,064	0,069
1.2	Расширение продукта		0,466	0,462	0,529
1.3	Неродственные		0,052	0,089	0,112
2	Вертикальные	0,17	0,103	0,137	0,17
3	Горизонтальные	0,62	0,31	0,248	0,12
	Итого:	1	1	1	1

Источник: [10].

Кроме ужесточения антитрестовского законодательства, большое влияние было оказано на спекулятивно-продвиженческие и прочие психологические мотивы внешних учредителей. В 1933 г. был издан *Securities Act*, а в 1934-м – *Securities and Exchange Act*. Первые учредители достигли сверхприбылей новыми выпусками ценных бумаг, пускаемых в оборот при слияниях. По *Securities Act* 1933 г. любой новый выпуск, сопровождающий слияние, требовал раскрытия обширной информации об участвующих компаниях. Согласно *Securities and Exchange Act* 1934 г подобная информация должна была предоставляться по просьбе уполномоченных лиц в связи с предполагаемыми слияниями. Ослаблению роли учредителей способствовало и требование раскрытия детальной информации об их заработках и деятельности.

Ослабла и роль внешнего финансирования, игравшего значительную роль в ранние периоды. Уменьшились комиссионные брокеров. В слиятельных операциях переговоры в основном велись прямо между управлением или группами собственников, покупающих и продающих фирм и внешними учредителями.

IV волна слиятельной активности стартовала в конце 1970-х – начале 1980-х годов. Преимущественной сферой ее была сфера услуг: инвестиционный и банковский секторы, страховой бизнес, оптовая и розничная торговля, медицина и здравоохранение. Особенности явились активное и широкомасштабное использование заемного капитала при финансировании сделок и переход к децентрализованной структуре управления в корпорациях. Конец 1980-х – начало 1990-х годов были периодом спада слиятельной активности. Однако с 1993 г. темпы роста числа сделок и их объема стали расти в геометрической прогрессии. Если в начале 1990-х годов общемировая стоимость сделок слияний и поглощений колебалась в пределах 400–450 млрд долл. в год, то в 1998 г. она составила свыше 2,4 трлн долл., причем особую роль в этом сыграли процессы роста на европейском рынке M&A.

Охарактеризую статистически новейший этап развития рынка M&A. Количество завершенных сделок в 2001 г. в США составило 6438, в мире 22 603, соответственно в 2002 г. 5644 и 20 954. В 2003 г. наблюдался некоторый спад. Количество завершенных сделок снизилось до 15 662, упала их стоимость. Однако этот год был низшей точкой, а стоимостные показатели последующих лет характеризуют новый, беспрецедентный всплеск сделок M&A.

Таблица 2

Общая стоимость завершенных сделок M&A, млрд долл.

Период / Регион	World	USA	West Europe
2000	3500,0	н. д.	н. д.
2001	2185,7	1163,7	540,5
2002	1191,0-1315,6	560,1	453,1
2003	1009,0	н. д.	н. д.
2004	1009,0	н. д.	н. д.
2005	2900,0	1100,0	1100,0
2006	3700,0	1700,0	1700,0

Примечание: «н. д.» – нет данных.

Источник: www.mergers.ru.

Рынок слияний и поглощений по-прежнему является серьезным инструментом для реализации экономических интересов бизнеса, стимулируя предпринимателей и менеджеров разрабатывать и реализовывать свои стратегии, используя технологии, предоставляемые в рамках фондового рынка.

## 2. Подходы к оценке эффектов осуществления слияний и поглощений

С точки зрения определения корпоративного согласия и нахождения вектора процесса развития корпоративного сектора, а также выработки механизмов его саморегуляции период, охватывающий последние 50 лет, насыщенный разнонаправленными процессами, происходившими в корпоративном секторе, был весьма сложным. И менеджеры, стремящиеся совершенствовать свою работу, и акционеры, стремящиеся анализировать ее, неизбежно сталкивались с трудностями выбора направления действий и нахождения взаимопонимания. Сложным вопросом было решение о выработке системы оценки качества работы фирмы, менеджеров. Анализ создания и функционирования поглощающих конгломератов подкашивает не только ответ на вопрос о критерии «качества управления», но и предоставляет аргументы «за» и «против» выбора стратегий агрессивных захватов.

Литература по вопросам ретроспективной оценки эффективности слияний и поглощений представлена в основном работами американских исследователей. Выделю три основных подхода к оценке эффективности: 1) оценка на основании бухгалтерских и производственных показателей (бухгалтерский подход); 2) оценка на основе движения курсов акций компаний – участников сделки (рыночный подход); 3) комбинированный подход [13]. Оставлю в стороне содержание первого подхода. Второй подход концентрируется на анализе изменения общей доходности акций компании в результате ее участия в сделках слияний и поглощений по сравнению с «нормальной», или средней, доходностью акций подобных компаний. Можно утверждать, что параметры изменения рыночных курсов акций и величин прибыли, приходящейся на

одну акцию, отражают реальный экономический эффект от слияния двух компаний или сделки поглощения для их акционеров. В известных работах [9, 13] анализируется совокупный эффект влияния на стоимость компании, возникающий в результате слияния или поглощения (в качестве базы для сравнения берется средневзвешенная сумма приносящая доход участников слияния). Подобные исследования сталкиваются с проблемой отчуждения новой стоимости, возникшей исключительно в результате слияния, от части стоимости компании-покупателя, трансферт которой был осуществлен в результате выплаты премии акционерам приобретаемой компании.

Изучение рыночной динамики курсов акций в период после слияния связано с проблемами, сущность которых заключается в том, что изменения курсов акций, трактуемые как реакция рынка на текущую деятельность компаний, на самом деле могут быть не связаны со слиянием. Эмпирические исследования свидетельствуют, что результаты анализа во многом зависят от выбора временного периода исследования. Выбор временного промежутка до слияния, обеспечивающий «очистку» динамики курсовой стоимости акций от событий, не связанных со слиянием <4>, труден.

<4> Добиться, чтобы разница в рыночных ценах акций отражала исключительно только оценку информации, связанной со слиянием или поглощением (по крайней мере, с помощью выбора соответствующего периода), невозможно.

Комбинированный подход к оценке эффекта от сделок M&A [6] включает анализ данных бухгалтерской отчетности и результатов деятельности компании; анализ динамики рыночных курсов акций компании и изучение корреляции между изменением показателей, рассчитанных на основе бухгалтерской отчетности, и изменением курсовой стоимости акций компании <5>.

<5> Не касаюсь результатов использования такого подхода при анализе изучаемых эффектов, однако признаю его преимущества, в частности, связанные с открывающимися возможностями изучения способности рынка проводить различия между успешными сделками, результатом которых является улучшение показателей деятельности компании, и неудачными сделками.

Мнения и результаты зарубежных исследований могут быть сгруппированы. В одних утверждается, что слияния и поглощения могут иметь синергетический эффект, то есть вести к изменению капитализации компаний. В других находятся обоснования, что слияния и поглощения в среднем не влияют на изменение стоимости компаний, то есть синергетический эффект отсутствует. При этом отмечается, что в большинстве случаев происходит трансферт стоимости от акционеров компании-покупателя к акционерам приобретаемой компании. В третьих работах результаты слияний (увеличение дохода и сокращение издержек) рассматриваются как неоднозначные и в значительной степени дифференцируемые. Действительно, разброс в изменениях курсовой стоимости акций участников сделок M&A существует. Ожидания инвесторов относительно их результатов широко варьируются (с одними связаны ожидания увеличения стоимости компании, с другими – ожидания уменьшения этой стоимости).

Факторами, препятствующими определению «чистого» эффекта от слияний, могут быть недостаток информации о слиянии, длительность анализируемого периода после слияния, неполное отражение результатов слияния в отчетности, другие события, оказывающие влияние на деятельность компании после проведения слияния. Исследователи фиксируют внимание на самом событии слияния и пытаются оценить результаты деятельности сливающихся организаций до и после слияния, чтобы определить выигрыш от сделки. Однако слияния и поглощения представляют сложные сделки, которые трудно исследовать при помощи известных аналитических методов [5, 14]. Исследования, которые фокусируются на самом событии слияния, должны определять временной горизонт, в течение которого анализируется динамика курсов акций сливающихся институтов или изменение других показателей деятельности. По мере увеличения временного периода в целях аккумулирования большего объема информации и обеспечения компании достаточного времени на реализацию потенциальных выигрышей становится все трудней отделить влияние слияния на показатели деятельности компании от влияния других событий. Как выясняется, наибольшие выигрыши получают компании, которые часто осуществляют приобретения [7].

Выводы сделаны в рамках стандартного подхода к формированию базы данных, который предполагает исключение из анализа компаний, принимавших участие в нескольких слияниях в течение года либо участвовавших в нескольких сделках слияния в течение иначе определенного времени. При подобном подходе результаты исследований искажаются, поскольку из рассмотрения могут быть исключены эффективные компании, успешно осуществляющие процесс интеграции приобретаемых компаний.

Изучение результатов исследований позволяет сделать вывод, что (несмотря на уникальность сделок M&A и разный характер проявления их последствий, что подчеркивает необходимость индивидуального подхода к оценке эффективности каждой такой сделки) возможен также и интегрированный подход к выявлению эффекта от таких сделок в части, например, компаний, этап развития которых предполагает совершение серии сделок M&A.

Оценка слияний и поглощений является одним из основных элементов собственно стратегии слияний и поглощений по двум причинам. Во-первых, оценка стоимости перспективных для слияния компаний является ключевым фактором оценки экономической целесообразности слияния или поглощения. Во-вторых, оценка различных показателей компаний после осуществления слияний позволяет проанализировать факторы, повлиявшие на успех или неудачу свершившегося слияния, и сделать выводы для дальнейшего осуществления финансовой стратегии.

### **3. Анализ эффектов функционирования поглощающего конгломерата**

Ключевыми характеристиками поглощающих конгломератов являются быстрое расширение через поглощения и диверсификация, а ожидаемым следствием проведения стратегии поглощений – эффект относительно более высокой

прибыльности для держателей акций данных компаний. Данный эффект целесообразно измерять как эффект, который акционер получает в форме общего дохода от владения обыкновенной акцией. В расчете на одну акцию он должен включать прирост рыночной цены одной акции и дивиденды, приходящиеся на нее. Собственно, вопросом обсуждения должны являться действия менеджеров, направленные на управление данным эффектом в целом или по частям: управление темпами роста прибыли на одну акцию и политика дивидендов.

Нельзя исключать, что среди компаний, отвечающих двум начальным требованиям, будут существовать и такие компании, которые агрессивно захватывают другие фирмы и при этом плохо работают (не приносят обозначенного эффекта собственникам). Такие фирмы могут представлять особый интерес для исследования, однако сосредоточим внимание на успешных компаниях.

Важными и интересными задачами можно считать описание процесса с точки зрения «жизненного цикла» или «стадий развития» (своего рода корпоративной эволюции), рассмотрение поглощающего конгломерата как возможной стадии, через которую компании могут пройти, изучение предшествующих и последующих этапов (стадий). Однако в настоящей работе – только некоторые стороны процесса роста на стадии поглощающего конгломерата.

В известной работе Г. Линча [10] дается описание 28 компаний, которые в период III слиятельной волны значительно превзошли среднюю фирму в поглощающей активности и диверсификациях, а также отвечают требованиям лучших показателей эффективности роста богатства акционеров. Это «*Automatic» Sprinkler; Automation Industries; Banger Punta; Condec; FMC; W. R. Grace; Gulf & Western Ind.; Hydrometals; ITT; Walter Kidde & Comp.; Litton Ind.; Ling – Temco – Vought; Mid – Continent Manufacturing; Monogram Ind.; MSL Ind.; Nytronics; Occidental; Ogden; Royal Ind.; The Signal Comp.; Teledyne; Textron; TRW; Tyco Laboratories; U.S. Ind.; Vernitron; While Consolidated Ind.; Whittaker.*

Совместно эти 28 фирм имели ежегодные доходы в 1967 г. примерно 17,7 млрд долл. и произвели 588 объявленных поглощений с 1962 по 1967 г. Это означает, что приблизительно 1% из 2400 фирм с активами, превосходящими 10 млн долларов в 1967 г. произвели примерно 14% из 4 128 поглощений, произведенных такими фирмами в течение 1962–1967 гг. «Средний поглощающий конгломерат» поглотил в обозначенный период 21 фирму в разных областях, осуществляя в среднем поглощение одной фирмы в квартал, и достиг в 1967 г. размера 633 млн долл. ежегодных доходов от продаж.

При этом доходы на акцию «поглощающего конгломерата» росли со средним темпом 18% в год (с учетом дробления акций и выплаты дивидендов). В результате общий доход по акциям за 1962–1967 гг. составил 76%, а средний уровень дохода по акциям увеличился на 50% в год. Рыночная цена на акции росла в течение периода со средним приростом приблизительно 45% в год.

В течение того же периода средняя американская корпорация с активами 10 млн долл. произвела 1,7 поглощений и достигала нормы роста доходов на свои акции только около 8,3% в год.

Что стало причинами успеха поглощающих конгломератов? Разделю аргументацию на две независимые части: 1) доказательства в пользу того, что показанные выше характеристики деятельности поглощающих конгломератов сильно отражают способность достижения ими успеха в оперативном управлении; 2) доказательства в пользу того, что данные характеристики в основном явились проявлением краткосрочных финансовых эффектов от сделок по поглощениям.

Существуют доводы в пользу того, что большинство компаний, реализующих стратегии поглощений, избегают приобретений полностью неродственных фирм. Как правило, в компаниях-целях отыскиваются сходства в технологиях, продукте (услуге) или рынках, «связующие нити». Обычно рассматривается, по крайней мере, возможность достижения экономичности и эффективности от соединения и интеграции.

Горизонтальная интеграция может обеспечивать экономию от крупномасштабных операций в покупках, производстве, маркетинге. Вертикальная интеграция может обеспечивать экономию через исключение функций при рыночном смещении (таких как реклама, продажи и транспортировка). Объединение так называемых «дополняющих» операций может обеспечить для каждой компании необходимые специализированные факторы, отсутствие которых может сдерживать увеличение доходности или рост фирмы. Такая интеграция способна обеспечить «баланс» ресурсов, необходимый для будущего успеха. В конечном итоге интеграция, особенно в областях маркетинга и закупок, может обеспечить увеличение рыночной силы, что является и частным, и общим преимуществом.

Дочерняя компания через поглощение достигает преимуществ доступом к знаниям, запатентованным технологиям, капиталу, трудовым ресурсам (обученный и опытный персонал), другим источникам ресурсов и резервам крупной (головной) компании. В этой связи разделяются две категории: влияние на основной поток продукции и услуг, и влияние на процесс менеджмента. Хотя это различие кажется почти неразличимым, в конце концов, мы приходим к выводу, что влияние в последней области несколько более важно, чем влияние в первой. Некоторые менеджеры и аналитики-консультанты придавали особое значение технологическому влиянию (трансферту технологий), способствующему развитию новых и усовершенствованию старых продуктов. Однако не менее значительное влияние имеет область маркетинга и информации.

Поглощение может выявлять в качестве преимуществ как высокую отдачу от вливания необходимых для новых структур компании капиталов, так и отдачу от инъекций «предпринимательского духа». Оно способно заставить обратить внимание на такой способ приобретения масштабных преимуществ менеджмент-компаний, которые не развивали или не привлекали научное, профессиональное, предпринимательское лидерство независимо от того, являются ли данные

компании «агрессорами» или «целями».

Рассмотрю прямые финансовые эффекты от сделок по поглощениям. Один из них, достаточно быстро проявляющийся, заключается в изменении цены акции поглощающей компании по завершении соответствующих сделок. Назову данный эффект «бесконечным синергетическим эффектом» (БСЭ). Его можно описать с помощью следующего схематичного примера. Фирма «А» с 1 млн долларов чистой прибыли и 1 000 000 выпущенных акций (прибыль на одну акцию равна доллару) имеет отношение «цена – прибыль» (P/E), равное 20. Фирма «В» имеет такую же прибыль, количество акций и прибыль на одну акцию, но ее акции оценены менее высоко, чем акции «А», а поэтому ее отношение «цена – прибыль» равно, скажем, 10. «А» имеет суммарную рыночную стоимость (капитализацию) 20 млн долл., «В» – 10 млн долл.

«А» поглощает «В» в операции «акция за акцию» через выпуск дополнительных акций, основываясь при проведении сделки на рыночной стоимости акций <6>. После поглощения «А» имеет на 50% больше выпущенных акций, а ее общая чистая прибыль удваивается. Прибыль на 1 акцию «совокупной компании» увеличивается до  $(2\,000\,000 / 1\,500\,000) = 1,33$  долл.

<6> Возможные варианты поглощений: 1) обмен акций поглощаемой компании на акции поглощающей корпорации, находящиеся в обращении (более сложно при этом, по-видимому, добиться согласия акционеров обеих корпораций на отчуждение акций); при этом уставный капитал поглощающей корпорации после сделки не изменяется; 2) обмен акций поглощаемой компании на дополнительные акции поглощающей корпорации; при этом уставный капитал поглощающей корпорации после сделки увеличивается.

Инвесторы, оценивающие как справедливое отношение P/E компании «А» на уровне 20, предъявят после поглощения дополнительный спрос на акции, так как фактически коэффициент составит чуть выше 15, что, по их мнению, будет соответствовать состоянию «рыночной недооценки» акций данной компании. За этим, при прочих равных условиях, последует рост курса акций, а значит, и рост доходов в расчете на одну выпущенную акцию.

Продолжение этого процесса создает в лице поглощающей корпорации модель «роста прибыли на 1 акцию», что заставляет рынок выше оценивать стоимость ее обыкновенных акций. Более высокая ставка коэффициента P/E поглощающей корпорации создает возможность продолжения процесса.

Можно заметить, что БСЭ-эффект, имеющий в качестве своей основы условный метод оценки акций исходя из пары показателей – «прибыль на акцию» (EPS) и отношения «цена – прибыль» (P/E), если он в самом деле имеет место, увеличивает рыночную стоимость поглощаемой фирмы без какого-либо изменения ее «экономической стоимости» <7>. Однако есть причины, по которым категоричность этого замечания может быть смягчена. Во-первых, с ростом показателя P/E растет доверие к фирме. Как следствие, увеличиваются суммы обычного финансирования. Существуют и другие воздействия на финансовую позицию «одной акции», которые необходимо обсудить.

<7> Если высокий уровень показателя P/E основывается только на росте доходов от использования повышения отношения P/E в поглощениях, каждый инвестор, покупающий акции или принимающий их в операции поглощения, основывает свое финансовое поведение на предположении, что другие будут поступать в будущем так же. Если рыночная цена падает или процесс поглощения останавливается так, что в каждом случае реестр акционеров закрывается, то цены могут возвратиться до уровня, определяемого темпами внутреннего роста и иными фундаментальными факторами. Совокупная стоимость становится тем, чем она была бы для всех отдельных частей без процесса поглощения. Именно так в лотерее, построенной по принципу пирамиды, участники получают или теряют в зависимости от того, как рано они вступили в этот процесс.

Если головная компания сохраняет преимущества рыночной стоимости над теми компаниями, которые она поглощает, то есть если рыночные цены поглощаемых фирм увеличиваются с поглощением, то поглощение обеспечивает немедленную добавку к позиции на одну акцию.

Кроме того, поглощающий конгломерат становится привлекательнее для акционера при понижении финансового риска, повышении коммерческих оборотов компании и роста диверсификации, снижении относительных издержек, изменения структуры активов. Большая корпорация может иметь большую «сопротивляемость» по отношению к отдельным ошибочным решениям менеджмента, более ликвидные (и инвестиционно привлекательные) ценные бумаги, более доступные и дешевые источники финансирования. Другими типами непосредственной выгоды поглощений могут являться увеличение гибкости в составлении отчетности и проведении расчетов, минимизация выплаты налогов. Возможный источник преимуществ вытекает и из сбалансированности затрат, когда необходимые затраты на развитие одного подразделения приобретаются за счет прибыльной деятельности других.

Таким образом, для управления конгломератом важен не только эффект «БСЭ» (связь между его рыночной стоимостью и ростом дохода на акции при поглощении), но и то, что его краткосрочная природа имеет в действительности основания для сохранения в результате реализации фундаментальных оснований относительно более высокой оценки стоимости возросшей в своих масштабах корпорации.

### **Заключение**

Рынок ценных бумаг и его специфические проявления, подобные рынку M&A, создает существенные предпосылки к формированию стимулирующих начал для деятельности предпринимателей и менеджеров. Безусловно, их интересы и мотивы их поведения не совпадают, но могут существенно сближаться как раз благодаря фондовому рынку и



индикаторам, которые могут быть построены на основе рыночных оценок акций компаний. Стоимость акций (капитализация компаний) выступает ведущим критерием эффективности управления компанией. Ряд стратегий, имеющих под собой не только сугубо финансовые основания такого рода, приводит в к эффекту роста капитализации и богатства акционеров. Рынок акций создает условия для роста капитализации корпораций, осуществляющих стратегии слияний и поглощений, имеющих природу, отличную от воздействия фундаментальных факторов. Если при реализации краткосрочного эффекта, названного «бесконечным синергетическим эффектом», конгломерат или иная поглощающая компания (в лице ее акционеров и менеджеров) не извлекает иных (кроме финансовых) выгод от сделки по поглощению других компаний (совершенствование структуры, улучшение технологий, расширение рынка и продаж, снижение издержек), то краткосрочный всплеск капитализации обернется ее глубоким падением.

История американского рынка и опыт работы поглощающих конгломератов дает хороший урок другим рыночным экономикам, в том числе российской, переживающим сегодня ранние этапы развития фондового рынка и становления рынка слияний и поглощений.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
2. Коупленд Том, Коллер Тим, Мкррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.
3. Оценка бизнеса. М.: Финансы и статистика, 1999.
4. Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний // Материалы сайта [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru).
5. Calomiris C., Karenski J. The Bank Merger Wave of the 1990s: Nine Case Studies. – University of Illinois, 1996.
6. Cornett M., Tehranian H. Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions// Journal of Financial Economics. 1992. Vol. 31. P. 211–234.
7. De Young R. Bank mergers, X-Efficiency, and the Market for Corporate Control// Managerial Finance. 1997. № 23. P. 32–47.
8. Fama E.F. and Jensen M.C. . Separation of Ownership and Control// Journal of Law and Economics. 1983. June, 26. P. 301–325.
9. Hannan T.H., Wolken J.D. Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process// Journal of Financial Services Research. 1989. № 3. P. 5–16.
10. Lynch H. Financial Performance of Conglomerates. Boston, 1971.
11. Madura J., Wiant K.J. Long-term Valuation Effects of Bank Acquisition// Journal of Banking and Finance. 1994. Vol. 18. P. 1135–1154.
12. Morck R., Schleifer A. and Vishney R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis// Journal of Financial Economics. 1988. № 20. P. 293–315.
13. Pilloff S. Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions. University of Pennsylvania, 1994.
14. Pilloff S., Santomero A.M. The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions. The Wharton School, University of Pennsylvania, 1997. P. 97–107.
15. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate takeovers// Journal of Business. 1986. Vol. 59, № 2. P. 197–216.
16. Stigler George J. Monopoly and Oligopoly by Merger// American Economic Review. 1950. Vol. 50 (May).