Коптелов О.В.,
соискатель
Челябинского Государственного университета

Особенности мотивации слияний и поглощений корпораций

В статье исследуются концептуальные основы и типология слияний и поглощений корпораций, разрабатываемые в трудах крупнейших российских и зарубежных ученых. Уточняются категории «слияние», «поглощение», «дивестирование», «синергия» изучаются формы и механизмы осуществления сделок слияний и поглощений корпораций. Исследуются основные особенности мотивации слияний и поглощений корпораций в условиях транзитивной российской экономики.

В практике современного корпоративного менеджмента выдвигается достаточно много причин для объяснения слияний и поглощений корпораций. Выявление мотивов слияний является чрезвычайно важным моментом, поскольку именно они отражают причины, по которым при объединении нескольких корпораций происходит рост их капитализации. В свою очередь, увеличение капитализации объединенной корпорации является целью большинства сделок слияний и поглощений.

На основе анализа и систематизации мирового опыта сделок слияний и поглощений можно выделить их основные мотивы:

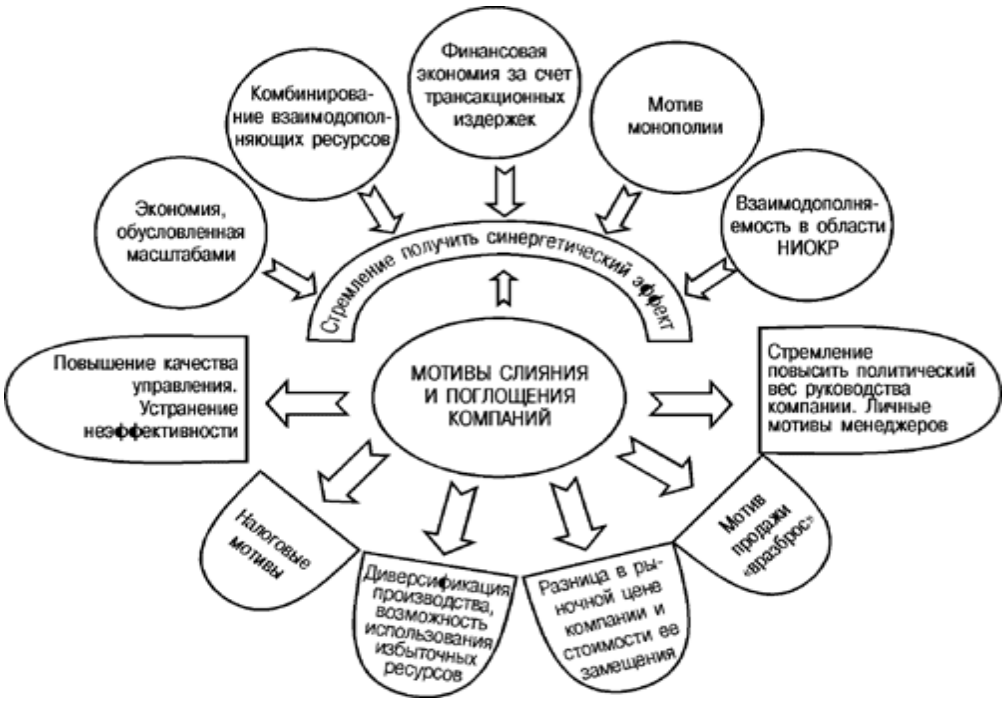

Рис. Основные мотивы слияний и поглощений компаний

Целесообразно ввести предположение о том, что руководство всегда стремится эффективно использовать финансовые ресурсы. Кроме того, ис-

ключаются Х-неэффективность или недостатки во внутреннем размещении ресурсов. Эти ресурсы вне фирмы вкладываются в самые прибыльные, с ее точки зрения, рынки. Также не существует проблемы агентов, т.е. менеджеры являются лишь инструментом в руках держателей акций и реализуют их функции полезности при оценке различных потоков прибыли во времени, таким образом, что рыночная оценка фирмы максимизируется. В данном случае при слиянии компаний менеджеры сливающихся фирм действуют исключительно в интересах держателей акций, т. е. добиваются того, чтобы рыночная оценка фирмы, образовавшейся после слияния, превышала суммарную рыночную оценку фирм до слияния. Помимо этого, фондовый рынок должен быть эффективным. Таким образом, рыночная оценка фирмы абсолютно точно отражает среднюю величину и ковариацию текущего и будущего потенциальных доходов фирмы. Иными словами, между курсом акций и фундаментальными оценками не наблюдается расхождений.

На этом основании можно классифицировать мотивы слияний по трем категориям.

1) усиление рыночной власти. Например, если две компании действуют на одном рынке, слияние увеличит рыночную концентрацию и даст образованной компании большую рыночную власть. Это намного более быстрый путь к достижению доминирующего положения на рынке, чем конкурентная война, а преимущество состоит в отсутствии повышения суммарной мощности на рынке. Повышенная концентрация делает сговор более легким путем уменьшения числа степеней свободы в поиске этих соглашений. Кроме того, более крупная компания способна диктовать отраслевую политику. С другой стороны, возникающая в результате слияния повышенная концентрация может иметь и свои недостатки. Она может нарушить довольно слабо сбалансированное соглашение олигополистов и спровоцировать войну олигополии. Существование антитрестовского законодательства может также оказать сдерживающее влияние. Таким образом, можно заключить, что повышенная концентрация на рынке может давать определенную выгоду, но эта выгода не является неизбежной.

2) сокращение рекламных и иных расходов, направленных на стимулирование сбыта. Даже если усилившаяся рыночная власть не увеличивает маржинальную прибыль, образованная в результате слияния фирма получает возможность уменьшить конкурентные расходы на рекламу и стимулирование сбыта, особенно в тех случаях, когда приводит к некоторому объединению производств продуктов. Отметим, что результат слияния зависит не только от действия двух фирм, но и от реакции других конкурентов на олигополистических рынках.

3) выгоды от эффективности, недоступные в ином случае. В экономической литературе преимущества со стороны затрат зачастую рассматриваются как “синергетические”, т. е. отвечающие эффекту «2 + 2 = 5». Возможны следующие случаи такого эффекта:

а) экономия производства, возникающая из экономии от масштаба. Но это не всегда достижима в коротком периоде, так как слияние может сво-

диться к простому соединению двух небольших заводов неоптимального размера. Выгода должна возникнуть в длительном периоде, когда общее производство будет сконцентрировано на меньшем числе заводов и таким образом будет реализована экономия.

б) неделимые или свободные ресурсы: одна или обе компании могут владеть определенными ресурсами, которые они не могут использовать полностью и которые по причине их неделимости не могут быть уменьшены в размере. В этом случае слияние, позволяя распределить постоянные затраты предоставляет возможность полного использования ресурсов. Точно такие же доводы можно применить к другим недоиспользованным ресурсам, таким, например, как большие агрегаты, которые одна фирма не может использовать на полную мощность, или торговая сеть, выигрывающая от более широкого ассортимента продуктов, или сеть торговых агентов.

в) экономия в сфере НИОКР. Преимущества совместных программ НИОКР могут возникать из-за экономии от масштаба или лучшего использования свободных ресурсов, как это было указано в (а) или (б). Однако сюда же можно добавить преимущество объединения рисков при крупномасштабных усилиях, а также уже отмеченную способность крупномасштабных НИОКР привлекать лучший исследовательский и инженерный персонал.

г) экономия при получении финансовых ресурсов: крупные компании имеют преимущества в привлечении средств. Выход на рынок капиталов влечет за собой транзакционные затраты, многие из которых постоянны. Удельные затраты, следовательно, будут ниже для больших проектов. Снижение рисков также отразится в более низкой стоимости капитала.

д) устранение транзакционных затрат: слияние, которое включает вертикальную интеграцию, может снизить затраты путем замены рыночных сделок планированием и координацией внутри фирм. Рыночные сделки включают время руководства, потраченное на поиски информации и проведение переговоров, а также время на произведение расчетов между фирмами. Фирма, образованная после слияния, будет иметь доступ к лучшей информации при более низких затратах, так как контролировать деятельность внутри фирмы легче, чем получать информацию о деятельности другой фирмы. Производственные связи между отдельными подразделениями фирмы на «входе» и «выходе» осуществляются на основе обычного управления производством.

Слияние предпочтительно в тех случаях, когда целью является увеличение доли на рынке, так как конкурентный процесс способен привести, по крайней мере в среднесрочной перспективе, к созданию дополнительной мощности. Вторым достоинством слияния является возникающая у фирмы возможность обойти барьер для входа в сектор, куда она хочет проникнуть с целью диверсификации. Альтернатива в данном случае — дорогостоящая конкурентная война. В-третьих, слияние исключает задержки, тогда как на планирование и проведение инвестиционной программы может уйти значительное время. В-четвертых, при покупке действующего предприятия с проверенным рынком функционированием риск меньше. Наконец, преимущест-

вом слияния может быть приобретение специфического ресурса другой фирмы, недоступного для новичка, входящего в этот сектор

В настоящее время значительное количество крупных слияний и поглощений имеет международный характер и осуществляется в связи с этим часто в соответствии с международными, главным образом, англосаксонскими обычаями. Рассмотрим ряд наиболее важных разновидностей слияний и поглощений.

Во-первых, выделим расширение бизнеса. Основная классификация слияний и поглощений при расширении бизнеса основывается на объединяемых разновидностях деятельности. Согласно данному признаку слияния и поглощения можно подразделить на горизонтальные, вертикальные и конгломератные.

Горизонтальные слияния и поглощения предполагают объединение корпораций, функционирующих и конкурирующих в одной области деятельности. Такой тип слияний обеспечивает наиболее полное достижение конкурентных преимуществ по сравнению с другими участниками данного рыночного сегмента за счет эффекта экономии от масштаба и прироста капитала. В этом случае необходимо отметить, что данного рода слияния и поглощения (как ограничивающие конкурентную борьбу) могут подвергаться государственному регулированию посредством применения комплекса антимонопольных мер. Наиболее показательными примерами слияний этого типа являются слияние банков Chase Manhattan и Chemical Bank, а также объединение корпоративных гигантов пищевой промышленности Guinness и Grand Metropolitan .

Далее рассмотрим вертикальные слияния и поглощения. Вертикальными слияниями можно назвать объединение компаний, выполняющих различные стадии одного производственного процесса. В таком случае слияние принимает форму «интеграции вперед» или «интеграции назад». Например, завод по производству металлопроката объединяется со станкостроительным предприятием ("интеграция вперед", то есть объединение с компанией, относящейся к следующей стадии производственного процесса) или, допустим с предприятием, занимающимся добычей железной руды ("интеграция назад", то есть слияние с компанией предыдущего этапа производственного процесса).

Наиболее яркие примеры российской практики – приобретение НК "ЛУКОЙЛ" контрольного пакета румынского нефтеперерабатывающего завода "Петротел", формирование холдинга "Сибирский Алюминий" вокруг САЗа, в который вошли предприятия по выпуску алюминиевого проката, производству алюминиевой фольги и алюминиевых банок.

Данный тип слияния обеспечивает повышение технологической экономичности производства, способствует снижению транзакционных издержек. Причина этого заключается в том, что участники таких вертикально интегрированных схем поставляют друг другу объект промежуточного производства по более низким ценам или бесплатно (на давальческой основе). Также наблюдается более эффективный обмен информацией в пределах объединенной

компании, что в конечном итоге приводит к существенному сокращению промежуточных затрат и, в конце концов, совокупных затрат производства конечной продукции.

Рассмотрим конгломератные слияния, которые предполагают объединение компаний, принадлежащих к различным отраслям, несвязанным отраслям или географическим регионам.

Существуют три базовых разновидности конгломератных слияний:

Во-первых, это – слияние для расширения спектра продуктов. В данном случае наблюдается объединение компаний, производящих различную продукцию, обладающую, тем не менее, схожими признаками, и способных расширить ассортимент выпускаемой друг другом продукции. Таким образом, значительно возрастает конкурентоспособность вновь сформированной структуры. Примером таких слияний и поглощений может служить слияние корпорации Boeing, которая является крупнейшим в мире производителем в отрасли гражданской авиации, и компании McDonnel Douglas, лидера в области оборонно-космической промышленности, а также объединение двух мега-корпораций, оперирующих на рынке финансовых услуг – инвестиционного банка Morgan Stanley и обладающего широко развитой дистрибьюторской сетью компании Dean Whitter Discovery. В результате чего возникает мощная финансовая структура, которая одновременно работает и с частными, и с крупными институциональными клиентами.

Во-вторых, рассмотрим слияние с целью географического расширения. При данном типе слияний происходит объединение фирм, выпускающих однотипную продукцию, но осуществляющих деятельность в различных регионах. Такая схема позволяет существенно сократить уровень риска посредством географической диверсификации, кроме того, расширить присутствие на рынке, а значит, следовательно, приобрести конкурентные преимущества и обеспечить для компании дополнительный спрос на различных географических рынках. Примером слияний и поглощений данного типа является приобретение германским концерном Volkswagen 70% пакета акций чешского завода Skoda, что позволило компании Volkswagen воспользоваться преимуществами быстрорастущего и перспективного рынка стран Центральной и Восточной Европы.

В-третьих, рассмотрим собственно конгломератные слияния и поглощения, которые предполагают объединение компаний из совершенно не связанных между собой отраслей. Примером таких слияний и поглощений является слияние компании R.J. Reynolds, производящей табачные изделия и фирмы-производителя пищевых продуктов Nabisco Brands, в результате которого возникла корпорация RJR Nabisco.

Выделение бизнеса как составная часть корпоративной стратегии также может реализовываться посредством использования механизма слияний и поглощений. Для этих целей может осуществляться отпочковывание и продажа отдельных подразделений компании.

Отпочковывание представляет собой создание из имеющегося подразделения компании отдельного юридического лица. Акционеры материнской

корпорации становятся владельцами акции новой образовавшейся компании пропорционально своей доли в ее капитале. В этом случае движения финансовых ресурсов не наблюдается, а материнская компания не получает доход в результате отпочковывания собственного подразделения. В качестве примера можно привести случай реорганизация американской корпорации AT&T, в процессе которой от нее отделились подразделения: NCR (производитель компьютеров и банкоматов) и Lucent Technologies (производитель телефонного оборудования). Данные подразделения трансформировались в самостоятельные акционерные общества, акции которых были распределены между акционерами AT&T.

Существует две разновидности отпочковывания: разбиение компании и отделение.

При разбиении материнская компания преобразуется в несколько новых независимых юридических лиц, а материнская компания прекращает свое существование.

При отделении часть акционеров получает долю в новой компании в обмен на долю в материнской компании в рамках установленного соотношения. В данном случае происходит разделение всех акционеров на две группы – на акционеров, владеющих акциями материнской компании, и акционеров, владеющие акциями отделившейся компании.

Далее рассмотрим продажу отдельных подразделений материнской компании или дивестирование. Оно предполагает продажу какого-либо подразделения фирмы третьим лицам. В отличие от отпочковывания, в результате проведения подобного рода реструктуризации материнская компания получает денежные средства. В случае, когда какое-либо подразделение компании выставляется на открытую продажу широкому кругу лиц, то данная операция называется выделением.

Дивестирование является довольно распространенным методом реструктуризации компании с одновременным получением необходимых материнской компании денежных средств. В качестве примера можно привести продажу фирмой Nokia неосновных (не связанных с телекоммуникациями) подразделений Nokia Data (разработчик информационных технологий) и энергетического подразделения в рамках концепции развития, а также с целью получения дополнительных наличных денег.

Таким образом, причины, побуждающие фирмы осуществлять продажу или отпочковывание собственных подразделений являются очевидными. Основная из них – это стремление к росту эффективности бизнеса. В большинстве случаев в составе любой фирмы присутствует убыточное подразделение, занимающееся неосновным видом деятельности. Выделение такого бизнеса может позволить компании сконцентрировать внимание на основном виде деятельности, устраняя побочные затраты на поддержание неосновного и неприбыльного направления. Более того, если различные направления бизнеса становятся независимыми, то достаточно несложно выявить реальную эффективность каждого из них, а следовательно, и адекватно распределить вознаграждение менеджмента.

В процессах слияний и поглощений особо выделим процедуры по изменению структуры и формы собственности. Под этими процедурами понимается трансформация открытого акционерного общества в закрытое АО или в партнерство. Иными словами, основным отличием данного вида сделок от остальных сделок слияний и поглощений заключается в том, что акции акционерного общества выкупаются небольшой группой заинтересованных инвесторов и перестают котироваться на фондовом рынке. Как правило, либо покупается компания в целом, либо приобретается какое-либо ее подразделение. Все это осуществляется посредством покупки у акционеров компании принадлежащих им акций, либо акционерам взамен обыкновенных акций предлагаются привилегированные акции или облигации. Кроме того, совершенно очевидно, что для того, чтобы провести подобную сделку, инвесторам требуется привлечение значительных объемов денежных средств. Следовательно, еще одной особенностью сделок по трансформации открытого акционерного общества в закрытое является то, что они практически всегда сопровождаются крупными займами. Именно из-за использования в таких сделках значительных объемов заемного капитала они носят название «выкуп с рычагом» (Leverage buy-out, LBO).

Если же выкуп компании производится ее высшим менеджментом, то данный тип сделок называется «выкуп управляющими» (Management buy-out, MBO). Зачастую компания прибегает именно к MBO, если стремится освободиться от неосновного направления бизнеса. В этом случае какое-либо подразделение или дочерняя компания выделяется из структуры материнской и переходит под контроль высшего менеджмента данного подразделения, становясь при этом закрытым акционерным обществом или партнерством. Данная операция, наряду с уже рассмотренными выше преимуществами от выделения бизнеса в рамках реструктуризации компании, обладает еще несколько чрезвычайно значимыми особенностями, являющихся достаточно сильным стимулом к проведению сделок выкупа управляющими. Менеджеры компании, которые обладают детальными сведениями о бизнесе компании, становясь ее собственниками, своей главной задачей будут видеть максимально эффективное ведение бизнеса, поскольку их благосостояние будет напрямую зависеть от благосостояния фирмы. Кроме того, стремление к увеличению уровня прибыльности и повышению уровня конкурентоспособности будет обусловливаться наличием значительных долговых обязательств новой компании и необходимостью их обслуживания. Таким образом, выкуп управляющими (MBO) и выкуп с рычагом (LBO) в целом имеет одно неоспоримое преимущество, поскольку заставляет управляющих компании эффективно вести бизнес, снижать затраты и повышать рентабельность производства.

В действительности именно использование значительных объемов заемного капитала для осуществления сделок LBO является основным препятствием в деятельности вновь образовавшейся компании. Такая ситуация складывается потому, что в основе долгового финансирования (50-60% от общей суммы долговых обязательств) лежит крупный кредит привилегиро-

ванного статуса, который обеспечен всеми активами компании. Собственные средства инициаторов сделки, как правило, не превышают 10% всего объема финансовых ресурсов. Остальные 30-40% капитала будут привлекаться посредством выпуска так называемых «бросовых» облигаций, которые отличаются высокой степенью доходности, но одновременно имеют очень слабое обеспечение, вследствие того, что все активы направлены на обеспечение основного кредита. Основная проблема заключается в том, что инициаторы выкупа с рычагом ради приобретения выбранной целевой компании зачастую готовы пойти на все в своем стремлении к получению сверхприбыли, вследствие чего цена покупки этой компании может сильно превысить ее действительную стоимость. Очевидно, что для обеспечения возможности заплатить достаточно высокую цену за покупку компании инвесторам придется прибегнуть к довольно крупным заимствованиям, которые становятся очень обременительными для деятельности приобретенной компании. Однако при этом, как уже было отмечено выше, топ-менеджеры должны вести бизнес максимально эффективно для поддержания своей способности обслуживать гигантские долговые обязательства, вследствие чего показатель прибыли до выплаты процентов и налогообложения (EBIT) может сильно возрасти. Однако, тем не менее, огромные объемы задолженности могут перекрывать любые, даже очень позитивные, финансово-экономические показатели деятельности компании и привести к серьезным финансовым затруднениям в дальнейшем.

Список использованной литературы:

1. Завьялова Е., Этокова Е. Международные слияния и поглощения: опыт Запада. "Рант". - 2003.
2. Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина Паблишер, 2001.
3. Ильин М.С., Тихонов А.Г. Финансово-промышленная интеграция и корпоративные структуры: мировой опыт и реалии России. – М.: Альпина-Паблишер, 2002.