

Факторы, обуславливающие тенденцию к слияниям и поглощениям

© 2009 Д.А.Якубовский

Северо-Западный государственный заочный технический университет

Рассматриваются факторы, влияющие на формирование тенденции к слиянию и поглощению. Показано, что слияния и поглощения могут оказаться как результатом деятельности высшего менеджмента, преследующего собственные интересы, так и реакцией рынка на действия менеджеров, ведущими к снижению эффективности компании в результате конгломератных слияний.

Ключевые слова: реструктуризация компании, слияния и поглощения, эффективность предприятия, методы рыночного регулирования.

Разнообразие экономических ситуаций, в которых могут происходить слияния и поглощения, породило множество различных теоретических подходов к оценке результатов указанных процессов. Перечисление существующих концепций начнем с характеристики центральной проблемы - методов рыночного регулирования эффективности предприятия.

Недостаточная эффективность предприятия-мишени вследствие сравнительно высокого уровня издержек производства и (или) сбыта ослабляет рыночные позиции предприятия и приводит к ухудшению его финансового положения. К числу необходимых условий вывода предприятия-мишени из кризиса обычно относят смену "неэффективного" руководящего состава. Предприятие, перехватившее контроль, не обязательно должно обеспечить переход к более эффективным методам производства всех товаров, выпускаемых поглощенным предприятием. Одна лишь приостановка проектов, характеризующихся отрицательной NPV либо отрицательной EVA, в ряде случаев может повлечь за собой существенное повышение рыночной стоимости предприятия. Само регулирование, осуществляющееся в подобных формах, предполагает огромные издержки; поэтому основные надежды возлагаются на действие других (прежде всего "внутренних") механизмов регулирования эффективности.

Стратегии управления, нацеленные на максимизацию свободных денежных потоков и (или) максимизацию доходов предприятия на одну акцию - EPS, способствуют успеху проводимых поглощений в случаях недостаточной эффективности предприятия-мишени, конфликта "принципал - агент". Одна из версий подобной концепции видит источник неэффективности предприятия в инертности менеджмента и в том, что высший управленческий персонал проявляет недостаточную заинтересованность в увеличении рыночной стоимости фирмы.

Вместе с тем некоторые авторы склонны приписывать недостаточную основательность инвестиционных проектов чрезмерной склонности к риску и большим амбициям менеджеров, выступающих в качестве руководителей корпорации; речь идет о получившей с конца 1980-х гг. широкую известность "теории гордыни" ("hubris theory"). При этом инициатор поглощения исходит из предположения, согласно которому новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость фирмы. Подобная стратегия чаще всего обречена на неуспех в тех случаях, когда можно считать обоснованной сильную гипотезу относительно информационной эффективности финансового рынка: в ценах акций и облигаций, выпущенных предприятием-мишенью, должна быть в этом случае учтена достоверная информация о предприятии.

На практике инвесторы сталкиваются с различными барьерами на пути информационных потоков, с существенными транзакционными и информационными издержками, а также с прочими "несовершенствами" финансовых рынков. Хорошо известны и ситуации "подавленного" состояния рынков ценных бумаг, когда под действием временных конъюнктурных факторов q-коэффициент Тобина (т.е. коэффициент, характеризующий соотношение между рыночной стоимостью ценных бумаг, эмитированных компанией и восстановительной стоимостью ее реальных активов) достигает весьма низкого уровня. Все это может породить ситуации, когда решение о покупке предприятия-мишени может свидетельствовать скорее о трезвом расчете, чем о "чрезмерной гордыне" инвестора.

Критерии эмпирической проверки концепции "гордыни" представляются недостаточно четко определенными. Как отделить случаи "непомерных амбиций" от обычных ошибок в оценке перспектив реструктуризации? В какой мере движение рыночной стоимости корпорации-покупа-

теля (рыночный курс их акций, в соответствии с теорией “гордыни”, после слияния должен снижаться) отражает такую “гордыню”, а не очередной зигзаг спекулятивных операций на финансовых рынках? Данные (а также другие аналогичные) вопросы, к сожалению, остаются без ответа, поэтому не вполне ясны и способы эмпирической проверки указанной гипотезы.

Выше были описаны возможности повышения эффективности лишь в рамках приобретаемого предприятия. Однако слияния и поглощения чаще всего открывают возможности использования преимуществ, связанных с горизонтальной или вертикальной интеграцией хозяйственных процессов.

Одна из гипотез, выдвинутых Б. Клайном, Р. Кроуфордом и А. Элчианом, предполагает, что предприятие добивается сравнительно больших успехов в случае глубокой специализации принадлежащих ей активов. В подобных случаях вертикальная интеграция может обеспечивать лучшую координацию при использовании взаимодополняющих высокоспециализированных активов на различных стадиях производственного процесса. Горизонтальная интеграция позволяет добиться экономии в условно постоянных расходах и реализовать экономию на масштабах производства.

В некоторых случаях простая диверсификация денежных потоков может обеспечить благоприятный эффект, например, если движения финансовых ресурсов в двух предприятиях интегрированы между собой, слияние может содействовать стабилизации финансового положения объединенной компании.

При предпосылках, обычно используемых в стандартных теоретических моделях слияний, объединение фирм, не использующих “рычага” (заемных ресурсов, полученных в результате размещения облигационного финансирования), редко может обеспечивать существенные финансовые выгоды. Расширение заемных операций предприятия при слиянии обеспечивает упрочение финансовой базы финансовых операций и, соответственно, повышает кредитоспособность предприятия и позволяет ему претендовать на привлечение более крупных займов.

Вместе с тем поглощение предприятия, интенсивно пользовавшегося финансовым рычагом или имеющего право на получение налоговых льгот, позволяет “прикрыть” свои доходы от обложения дополнительным “щитом”, обеспечивая тем самым экономию на налоговых платежах.

Слияния и поглощения могут оказаться удобной формой для вывода части капитала из отраслей, столкнувшихся со спадом, в случае дол-

говременного сокращения спроса на их продукцию. Сверх того, в ряде случаев диверсификация может открыть путь к более эффективному использованию взаимодополняющих ресурсов и к более полному использованию имеющихся производственных мощностей. Диверсификация нередко оказывается исходным пунктом для последующей реструктуризации всей хозяйственной стратегии предприятия, переноса центра тяжести в ее деятельности на выпуск поначалу новых для нее продуктов и оказания новых услуг.

Реструктуризация хозяйственных операций в результате перехвата корпоративного контроля может сопровождаться перераспределением ресурсов между основными участниками хозяйственных операций, осуществляемых корпорацией – владельцами фирмы, менеджерами, кредиторами, рабочими и др. Это связано, например, с ликвидацией прямых последствий, вызванных неэффективностью управления, и, соответственно, может сопровождаться отказом от невыгодных контрактов, обменом ранее выпущенных облигаций, требующих больших процентных выплат, на акции, увольнениями и привлечением новых наемных работников на более выгодных для фирмы условиях. Тем самым перераспределение средств в пользу акционеров может способствовать, по крайней мере, некоторому ограничению монополистической практики на рынках факторов производства, но вместе с тем может характеризоваться и усилением монополистических тенденций на тех же рынках.

Указанные концепции обычно исходят из того, что цены акций не исчерпывают всей информации о компании-цели. Тогда во многих случаях тендерное предложение покупателя может служить сигналом для последующего повышения рыночной стоимости фирмы; само предложение пробуждает интерес потенциальных инвесторов к фирме, кажущейся недооцененной. Владение акциями недооцененной фирмы часто сравнивают с владением шахтой, содержащей золото.

С. Росс показал, что сама структура финансирования инвестиций может интерпретироваться как сигнал на рынке капитала. Так, решение компании X прибегнуть к дополнительной эмиссии облигаций может быть истолковано как свидетельство высокой кредитоспособности фирмы, это в свою очередь может повысить ее привлекательность в качестве объекта поглощения.

К указанным концепциям примыкают и современные теории корпоративного управления. Эти теории ставят материальные стимулы, побуждающие владельцев акций к более или менее активному мониторингу, в зависимость от лик-

видности рынка соответствующих акций. Сама ликвидность акций побуждает их владельцев уделять гораздо больше внимания вопросам возможного перехвата акционерного контроля.

П. Болтон и Э.Л. фон Тадден в своей модели исходят из того, что в данной сфере существует следующий конфликт: чем прочнее владеют стратегического пакета утверждают свой контроль над корпорацией, тем сильнее оказывается их заинтересованность в проведении тщательного мониторинга за решениями управленческого персонала. Но тем самым в наименьшей степени удовлетворяется спрос инвесторов на ликвидные вложения. Именно реструктуризация компании и рынок слияния и поглощения оказываются главным фактором, позволяющим поддерживать необходимую ликвидность фондового рынка и удовлетворять соответствующий спрос со стороны инвесторов.

Делегирование полномочий управляющему персоналу увеличивает роль решений, принимаемых менеджерами; наряду с неэффективным управлением возникает также возможность смещения приоритетов в развитии компании.

Так, в силу финансовых и престижных соображений высшие менеджеры могут реализовать стратегию неоптимального (с точки зрения собственников) расширения сферы деятельности компании. Современная теория исходит из предположения, согласно которому с расширением разнообразного ассортимента выпускаемой продукции особенно сильно возрастает роль функций общего управления (организация и координация различных производств, контроль за различными сферами разросшейся хозяйственной деятельности и т.п.). Обретая все большую роль в сфере управления, высшие менеджеры могут инициировать слияния и поглощения, которые не ведут к увеличению чистой приведенной стоимости своей компании.

Распространение конгломератных слияний может вызвать к жизни цепочку (цикл) слияний и поглощений. Так, вначале энергичные (“непомерно гордые”) менеджеры в ходе слияний и поглощений присоединяют к своей компании ряд фирм. В последующий период постепенно выявляется неэффективность сложившегося “рыхлого” конгломерата; раньше или позже последний сам превращается в объект последующих слияний и поглощений. В итоге более удачливому предпринимателю удается перехватить контроль и осуществить последующую реструктуризацию компании, прибегая к продажам или дивестициям отдельных бизнес-единиц, входивших в состав конгломерата.

Таким образом, слияния и поглощения могут оказаться как результатом деятельности высшего менеджмента, преследующего собственные интересы, так и реакцией рынка на те действия менеджеров, которые ведут к снижению эффективности и чрезмерному “разбуханию” компании в результате конгломератных слияний.

Особенно широкое распространение получила концепция М. Дженсена: в центре конфликта между менеджерами и акционерами на практике оказывается движение свободных потоков денежных средств и, в частности, размеры выплат акционерам. В соответствии с гипотезой автора высший управленческий персонал стремится урезать эти выплаты, оставляя в своем распоряжении возможно большую часть свободных денежных ресурсов.

В некоторых версиях данная концепция вполне может сочетаться с упоминавшимися выше теоретическими схемами, описывающими стремление высшего менеджмента к построению обширных “хозяйственных империй”. Она часто используется при описании стимулов, побуждавших менеджеров к осуществлению конгломератных слияний.

М. Дженсен полагает, что попытки менеджмента поставить под контроль свободный поток денежных средств должны наиболее часто наблюдаться в фирмах, стремящихся вывести основную часть своего капитала из “старых” отраслей. В тех случаях, когда вызванные подобными решениями агентские издержки достигают особенно больших размеров, фирма неизбежно становится вероятным объектом слияний и поглощений.

Опыт первых волн слияний и поглощений в США наглядно свидетельствует о реалистичности оценок авторов, считающих слияния и поглощения важнейшим средством устранения или ограничения конкурентного соперничества. Это относится, разумеется, не только к первым волнам и не только к американскому опыту: так, слияния в 12 отраслях обрабатывающей промышленности ФРГ на протяжении 1960-х гг. привели к весьма существенному росту концентрации производства и капитала в указанных отраслях.

В предшествующем изложении некоторые теоретические подходы к слияниям и поглощениям сгруппированы по различным критериям. На практике описанные процессы могут различным образом переплетаться друг с другом. Операционные синергии могут сочетаться с финансовыми, а тендерное предложение о покупке может оказаться сигналом, привлекающим внимание участников рыночных операций к потенци-

альным возможностям, позволяющим реализовать схемы олигополистической координации действий. Движение к установлению в результате слияний и поглощений оптимальных операционных и финансовых характеристик развития предприятия может опосредоваться интересами рейдеров, которые преследуют при этом чисто спекулятивные цели.

Совершенно различными могут быть общие результаты слияний и поглощений. В одних случаях процессы хозяйственной интеграции могут открыть путь к эффективной реорганизации всей деятельности поглощенной корпорации, а в других - породить громоздкие и "рыхлые" конгломераты, сталкивающиеся с бесчисленными проблемами и, прежде всего, с трудностями управления и проблемой недостаточной эффективности.

Во многих случаях в слияниях и поглощениях проявляется действие конкурентных сил

("рыночная дисциплина"), вместе с тем слияния и поглощения могут вести и к ограничению конкуренции и расширению возможностей олигополистического или монополистического регулирования рынка.

В конце XX столетия особенно отчетливо обнаружились циклы в движении процессов интеграции и обособления: за многими конгломератными слияниями по истечении сравнительно небольшого периода следовали продажи, акционерные "отщепления" (equity carve-outs) и дивестиции. Поскольку случаи не только горизонтальных, но и многих вертикальных слияний контролировались органами антимонополистического регулирования, предприниматели стремятся найти более гибкие формы перераспределения корпоративного контроля, обеспечивающие олигополистическую координацию действий на товарных и финансовых рынках.

Поступила в редакцию 04.12.2008 г.