



МИРОВОЕ ХОЗЯЙСТВО И ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ СВЯЗИ

С.И. МАЗОЛЬ

ИНТЕГРАЦИЯ В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ: МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ

Ускорившийся в настоящее время процесс глобализации мировой экономики предъявляет новые требования к экономическим характеристикам современных компаний. Компании должны становиться крупнее, уметь оперировать активами в большинстве стран мира. Главным ориентиром развития становится увеличение масштаба операций. Крупные компании изыскивают дополнительные источники расширения своей деятельности, среди которых одним из наиболее популярных является слияние и поглощение компаний. В зарубежной теории корпоративного управления под слиянием понимается интеграция хозяйствующих субъектов, в результате которой образуется единая экономическая единица из нескольких ранее существовавших структур. Операции поглощения предполагают, что после объединения нескольких фирм остается одна компания, а остальные передают свои активы под ее управление и утрачивают самостоятельность.

Слияния и поглощения являются в настоящее время одним из основных инструментов трансформации глобальной конкурентной среды. По данным ООН, в 2002 г. доля трансграничных сделок по слияниям и поглощениям в общем объеме вывезенных прямых иностранных инвестиций составила 57 %, в 2001 г. данный показатель составил 83, а в период пика слияний и поглощений в корпоративном секторе, который пришелся на 2000 г., — 95,2 % [1].

Современный этап развития интеграционных процессов в корпоративном секторе можно охарактеризовать как этап мегаконцентрации капитала. В 1987—2002 гг. мировая экономика прошла 2 периода (цикла) развития процесса интеграции корпоративного сектора (рис. 1):

1. 1987—1993 гг. — повышение интеграционной активности (1987—1990), снижение (1990—1993);
2. 1994—2002 гг.: повышение интеграционной активности (1994—2000), снижение (2000—2002).

Обращает на себя внимание, что каждый последующий цикл интеграции имел верхнюю точку подъема и нижнюю точку спада на более высоком уровне. Это свидетельствует о том, что стоимость мировых экономических активов, вовлекаемых в сделки по слияниям и поглощениям, постоянно увеличивается, каждая последующая волна, как правило, приводит к дальнейшей концентрации капитала, прошедшего через предыдущий этап интеграции.

Подтверждает указанную тенденцию и состав участников слияний и поглощений. Покупателями или продавцами активов при слияниях и поглощениях являются крупнейшие компании, которые либо сами образовались в результате подобных сделок (Даймлер/Крайслер, Водафоун Эйртач и др.), либо неоднократно участвовали в слияниях и поглощениях (Дженерал Электрик, АОЛ Юроп, Авентис и др.). Например, компания “Водафоун Эйртач” в 2000 г. провела поглощение компании “Маннесман” стоимостью 200 млрд дол. США. Дженерал Электрик в 2000 г. провела поглощение компании “Хоневел” стоимостью 45,0 млрд дол. США [2, 27–48].

Стоимость крупнейших сделок по слияниям и поглощениям, проведенным в 2003 г. варьируется от 5 до 60 млрд дол. США. Реальные масштабы концентрации станут ясны, если к указанным цифрам добавить стоимость самих компаний-покупателей. Так, стоимость активов компании “Файзер”, по данным ЮНКТАД, оценивалась в 39,1 млрд дол. США, а стоимость сделки по поглощению компании “Фармация” — 57,8 млрд дол. США. Отношение стоимости трансграничных сделок по слияниям и поглощениям к мировому ВВП увеличилось в 1990–2002 гг. с 6,9 до 11,5 % [3].

Динамика отраслевой структуры трансграничных сделок по слияниям и поглощениям (рис. 2) имеет следующие особенности. Во-первых, обращает на себя внимание низкая доля компаний добывающей промышленности в общей стоимости сделок по слияниям и поглощениям, которая не превышает 2–4 % их общей стоимости, что в целом соответствует роли первичного сектора в мировом промышленном производстве. Во-вторых, в период 1999–2000 гг. резко увеличилась доля сектора услуг в объеме слияний и поглощений, что обусловлено возросшими темпами концентрации в финансовой сфере и в

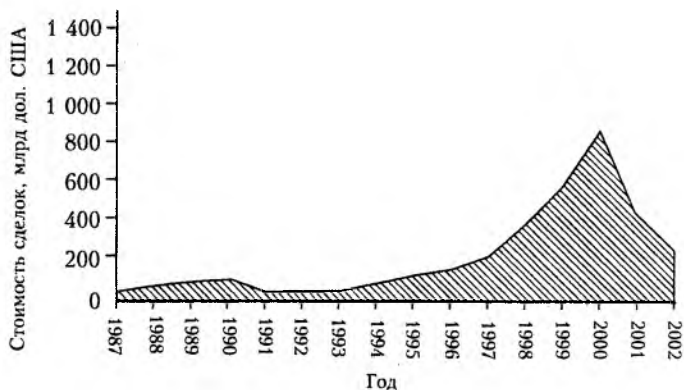


Рис. 1. Общая стоимость трансграничных сделок по слияниям и поглощениям

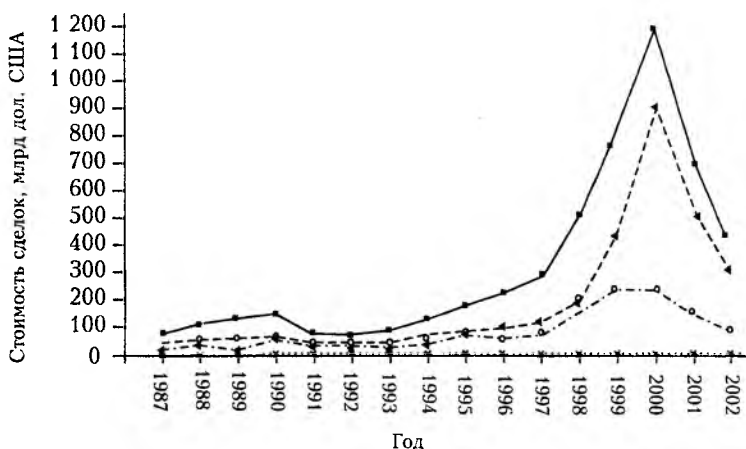


Рис. 2. Распределение трансграничных сделок по слияниям и поглощениям (основные отрасли экономики):
 — общая стоимость сделок по слияниям и поглощениям;
 * — слияния и поглощения в добывающих отраслях;
 o — слияния и поглощения в обрабатывающих отраслях;
 + — слияния и поглощения в секторе услуг

сфере коммуникаций. Доля указанных отраслей в общей стоимости сделок по слияниям и поглощениям составила в этот период соответственно 21,1— 22,7 и 21,4— 32,2 %, или около половины общего объема сделок, заключенных в рассматриваемый период.

В типологии рассматриваемых сделок можно выделить 3 наиболее важных критерия для их структурирования, позволяющие проанализировать особенности корпоративной стратегии при проведении слияний и поглощений:

- принцип организации сделок (дружественные слияния и поглощения, враждебные слияния и поглощения);
- степень диверсификации деятельности и отраслевая структура (вертикальные, горизонтальные и конгломератные слияния и поглощения);
- механизм реализации слияний и поглощений.

Типы сделок по слияниям и поглощениям *в зависимости от механизма реализации* дифференцируются исходя из принципов реорганизации компаний (полное поглощение или частичное), механизма трансформации собственности (прямое слияние, слияние компаний, сопровождающееся обменом акций, выкуп компании с помощью долгового финансирования) и др.

В настоящее время основную роль в слияниях и поглощениях играют полные поглощения, доля которых составляет 60—70 % от общего количества. Это в целом хорошо согласуется с современной теорией инвестиционного поведения компаний, одним из мотивов которого является стремление иметь полный контроль над объектом инвестирования, особенно когда он становится частью единого хозяйственного комплекса компаний. Отсюда вполне прогнозируема сходная динамика двух других типов слияний и поглощений, не обеспечивающих полного контроля над приобретаемой компанией, — операций по приобретению более 50 и менее 50 % активов компании-цели. Их доля в общем количестве сделок по слияниям и поглощениям колеблется в пределах 10—20 %.

Наименее популярной формой интеграции компаний являются слияния: доля сделок данного типа составила в исследуемом периоде 1—4 % общего количества мировых сделок по слияниям и поглощениям. Это объясняется сложностью их реализации с точки зрения антимонопольного регулирования и механизма интеграции управленческих и организационных структур объединяющихся компаний.

Слияния и поглощения *в зависимости от степени диверсификации деятельности и отраслевой структуры* бывают горизонтальные, вертикальные и конгломератные. Горизонтальные слияния и поглощения способствуют снижению конкуренции в отрасли, обеспечивают экономию на масштабах производства и преодоление барьеров доступа на рынок крупными фирмами. Вертикальные слияния и поглощения обеспечивают динамические эффекты формирования внутрифирменного рынка, например, экономию трансакционных издержек, динамический технологический эффект и др. Конгломератные слияния позволяют компаниям диверсифицировать производство, снижать риски, обеспечивать перелив капитала в более прибыльные сферы.

Самыми популярными в настоящее время являются горизонтальные слияния, обеспечивающие наибольшие возможности концентрации активов и соответствующие современной стратегии глобальной конкуренции. Их доля в общей стоимости трансграничных сделок составила 50—70 %, тогда как доля конгломератных сделок — 30—35, а доля вертикальных сделок — 2—5 % [4].

В зависимости от *отношения управленческого персонала компаний к сделке по слиянию/поглощению* в современной теории управления выделяются 2 типа сделок: дружественные слияния и поглощения и враждебные. При дружественных слияниях высший менеджмент и собственники покупаемой компании соглашаются и поддерживают сделку. При враждебных поглощениях руководство приобретаемой компании не согласно с готовящейся сделкой и противодействует ее осуществлению. Компания-покупатель обращается с предложением напрямую к владельцам компании-цели [5].

В настоящее время доминируют слияния и поглощения первого типа. Так, по данным компании “Томсон Файнэншэл Секьюритис Дата Компани” в 1990—1999 гг. доля враждебных захватов составляла не более 0,2—0,4 % общего количества и не

более 2—5 % общей стоимости сделок по слияниям и поглощениям, проведенных в мире за данный период. Это объясняется тем, что дружественные слияния и поглощения являются более простыми и менее дорогостоящими. При проведении враждебных поглощений компаниям приходится преодолевать различные “противозахватных мероприятия” со стороны менеджмента компании-цели, выплачивать значительные премиальные управляющим поглощаемой компании, удлиняется адаптационный период при интеграции новой компании в хозяйственную среду материнской. В 2003 г. стоимость враждебных поглощений составила 48 млрд дол. США, что в 3 раза больше по сравнению с 2002 г., когда стоимость аналогичных операций оценивалась только в 16 млрд дол. США.

Слияния и поглощения обеспечивают значительный экономический эффект для интегрирующихся компаний. Положительные результаты интеграции наблюдаются практически во всех областях конкурентной среды компании, начиная от системы управления персоналом и заканчивая характеристиками глобальной конкурентной позиции компании.

Интеграция компаний позволяет эффективно реагировать на изменения внешней среды, изменение условий конкуренции, рост эффективного масштаба затрат в области научных исследований и глобального маркетинга, возникновение избыточных мощностей, резкие технологические изменения. Иллюстрирует указанный эффект сделка по приобретению австрийской фармацевтической группой ЦСЛ подразделения по производству кровяных препаратов, принадлежащего фирме “Авентис” за 925 млн дол. США. В результате сделки компания ЦСЛ стала крупнейшим в мире производителем плазмы крови, ее рыночная доля увеличилась с 6 до 21 %, что обеспечило и необходимую экономию на масштабах производства.

Слияния и поглощения позволяют компаниям без особого “шума” проводить программы реструктуризации, увольнять сотрудников, закрывать неэффективные производства, менять менеджмент. Слияние может стать поводом для вывода части капитала из отраслей либо стран, столкнувшихся со спадом производства. Слияние компаний “Эйр Франс” и КЛМ позволило начать активную программу реструктуризации, в результате которой в КЛМ было сокращено 4,5 тыс. сотрудников, снижены операционные расходы на 150—200 млн евро в год.

В результате слияний и поглощений компании получают возможность начать активную программу диверсификации производства, проникнуть в новые отрасли, организовать выпуск новых видов продукции. Подобной стратегии придерживается компания EMC, которая в течение трех месяцев 2002 г. осуществила две сделки по поглощению — компаний “Документум” (за 1,44 млрд дол. США) и “Легато Системс” (за 1,2 млрд дол. США). Целью поглощений стало проникновение на рынок программных продуктов для корпоративного сектора и уход с собственного рынка компании, который находится в стадии сокращения.

Слияния и поглощения обеспечивают укрепление позиций интегрирующихся компаний на рынке и повышение уровня концентрации производства, часто во главу угла сделок по слияниям и поглощениям ставится получение преимуществ за счет укрупнения рынка сбыта и реализация эффекта торгово-коммерческой синергии. В 2004 г. было объявлено о готовящемся поглощении французской фармацевтической компанией “Санофи-Синтелабо” своего конкурента — франко-германской промышленной группы “Авентис”. В результате поглощения создана фармацевтическая группа, входящая в тройку крупнейших компаний отрасли с рыночной капитализацией около 90 млрд евро. В банковской сфере слияние банков “ДжП Морган” и “Бэнк Уан” привело к созданию одной из крупнейших в мире банковских единиц с суммарной стоимостью активов 23 млрд дол. США и инвестиционным портфелем, насчитывающим более 800 крупных компаний.

Слияния и поглощения обеспечивают объединяющимся компаниям чистый экономический эффект за счет производственной и финансовой синергии. Основой для ее появления является взаимодополнение активов компаний. Последние получают возможность использовать преимущества, связанные с горизонтальной или вертикальной интеграцией хозяйственных процессов, углублением специализации принадлежащих им активов.

Основой для существования финансовой синергии является повышение эффективности функционирования компаний и усиление их глобальных рыночных позиций. Проводимая реструктуризация, перспективы расширения сбыта и рыночной доли, возможность взаимного обмена технологиями объединяющихся компаний рассматриваются как важные индикаторы экономической эффективности интеграции, в ответ на которые и происходит рост стоимости акционерного капитала компаний на фондовом рынке.

По результатам проведенного технического анализа международного фондового рынка для компаний, участвовавших в сделках по слияниям и поглощениям, выявлены следующие виды синергических эффектов (рис. 3):

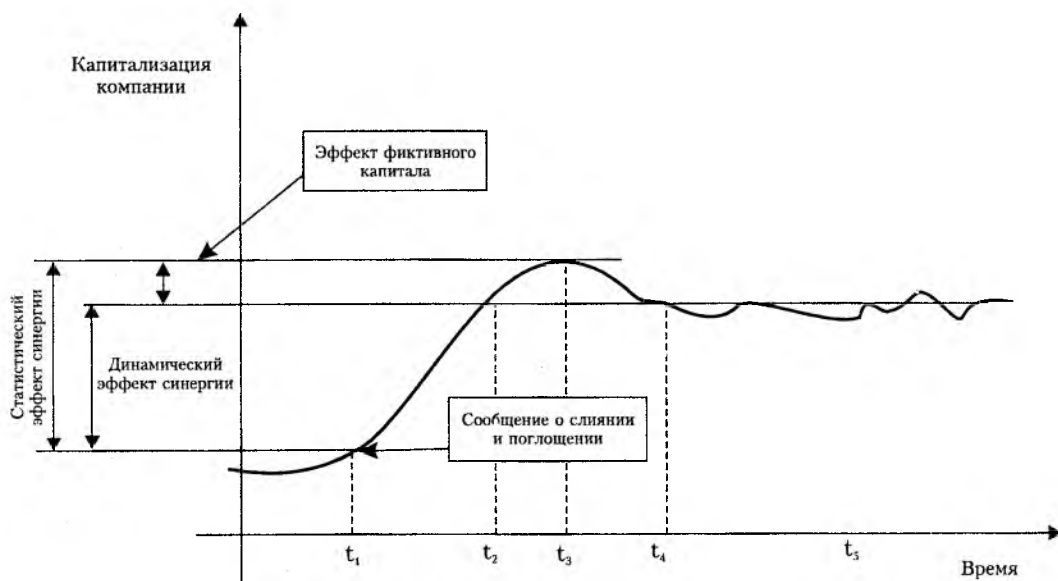


Рис. 3. Синергический эффект на фондовом рынке

- *статический эффект синергии (статическая синергия)* имеет место на начальном этапе интеграции (период $t_1 - t_3$ на рис. 3). В его основе лежат 2 фактора — положительная реакция рынка на информацию о слиянии (поглощении) и предварительная фундаментальная оценка результатов сделки рынком. В результате действия первого фактора на рынке появляется фиктивный капитал;

- *эффект фиктивного капитала* (период $t_2 - t_4$ на рис. 3). Он является следствием переоценки стоимости акционерного капитала компаний на начальном этапе интеграции. В результате определенное время на фондовом рынке обращается капитал, который не имеет в основе реальной ценности и исчезает с рынка к моменту времени t_4 ;

- *динамический эффект синергии* (период $t_4 - t_5$ на рис. 3). Существует на фондовом рынке устойчиво, основывается на фундаментальной оценке сделки и характеризует реальное увеличение стоимости компаний в результате интеграции.

Для иллюстрации синергических эффектов интеграции компаний можно проанализировать сделку по поглощению компании «Эйртач» компанией «Водафон» в 1999 г. (рис. 4). Стоимость сделки оценивалась в 62 млрд дол. США. После объявления о совершении сделки рыночный курс акций новой компании «Водафон Эйртач» повысился с 1 068 до 1 225 дол. США. Затем произошло снижение котировок до уровня 1 130 — 1 160 дол. США, на котором рыночный курс новой компании зафиксировался.

При слияниях и поглощениях, которые изначально оцениваются рынком как рискованные, синергические эффекты имеют место только на начальном этапе интеграции в форме статической синергии. Впоследствии фундаментальный анализ сделки приводит ее стоимость в соответствие с ожиданиями инвесторов относи-

тельно ее реальных результатов. Сделка по поглощению компанией “Бритиш Петролеум” компании “Амоко” (рис. 5) оценивалась рынком как достаточно рискованная. Как следствие, финансовая синергия в сделке проявилась только в начале интеграции (статический эффект — 897 дол. США за акцию → 924 дол. США за акцию). Впоследствии котировки компании “БП Амоко” снизились до уровня котировок материнской компании “Бритиш Петролеум”.

Неудачей закончилась и операция поглощения компанией АТТ компании НСР. В результате сделки компания АТТ понесла значительные убытки: в 1991 г. компания НСР была куплена за 7 млрд дол. США, а в 1995 г. продана только за 3 млрд дол. США. Аналогичная ситуация сложилась и при слиянии двух компаний — немецкой “Даймлер” и американской “Крайслер”, в результате которой стоимость их акций снизилась более чем в 2 раза.

В целом следует отметить, что несмотря на очевидные преимущества слияний и поглощений, реальные экономические результаты подобных операций для компаний-участниц оказываются ниже потенциального экономического эффекта. Результаты исследований показали, что только 17 % слияний и поглощений повышают акционерную стоимость, 53 % — приводят к ее снижению и 30 % — практически на нее не влияют [6].

Экспертами указываются 3 основных причины неудачи слияний и поглощений. Часть неудач компаний связана с ошибками при проведении рыночных оценок и финансовых расчетов или с неверным выбором партнера. Поглощающие компании иногда неправильно оценивают активы и обязательства интересующих их компаний, недооценивают издержки, связанные с модернизацией и реструктуризацией поглощаемой компании. Например, при поглощении компанией БМВ компании “Ровер” стоимость последней оценивалась в 800 млн фунтов стерлингов, а необходимые в последующие 5 лет инвестиции — 3,5 млрд фунтов стерлингов.

Еще одной проблемой является несовместимость управленческих культур объединяемых компаний. В процессе интеграции появляется необходимость трансформации внутренних управленческих механизмов поглощаемой компании. В результате снижаются либо утрачиваются ее конкурентные преимущества, возникают управленческие конфликты, а иногда и противодействие интеграционному процессу со стороны персонала компаний. Подобного рода проблемы отмечались,

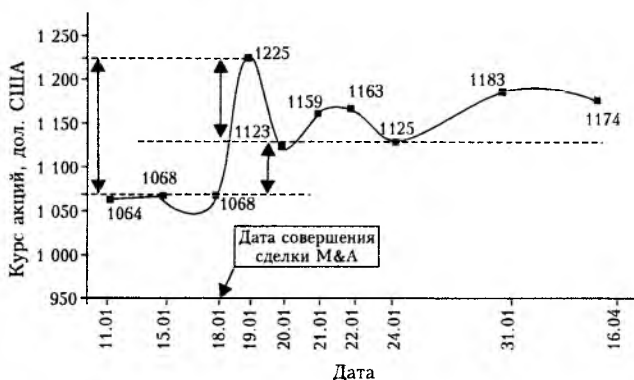


Рис. 4. Сделка по слиянию компаний “Водафун” и “Эйртак”:
— динамика курса акций компании “Водафун Эйртак”

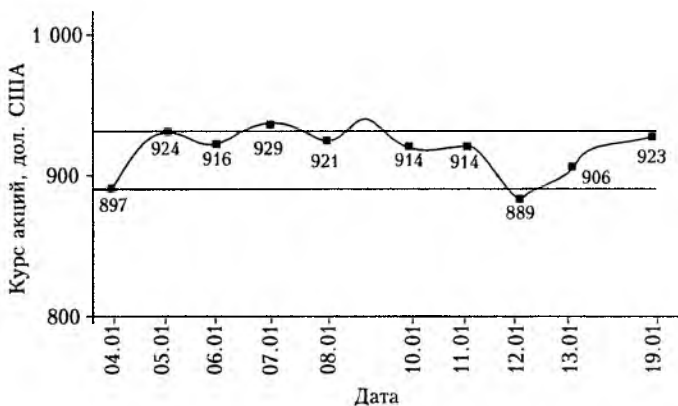


Рис. 5. Сделка по поглощению компаний “Бритиш Петролеум” компании “Амоко”:

— стоимость акций компании “Бритиш Петролеум” (“БП Амоко”)

например, при слиянии в 1998 г. компаний “ПрайсУотерхауз” и “КуперЛибранд”, в результате значительно снизился экономический эффект их интеграции [6].

Следует отметить, что несмотря на сложность механизма реализации операций по слияниям и поглощениям, они являются самым эффективным способом укрупнения компаний и концентрации активов в глобальной экономике. Поэтому вне сомнения их значение как инструмента трансформации глобальной конкурентной среды в перспективе будет только возрастать.

Анализ современных тенденций развития слияний и поглощений в корпоративном секторе позволяет сформулировать некоторые рекомендации в области формирования политики привлечения иностранных инвестиций в экономику Республики Беларусь:

- политика привлечения иностранных инвестиций должна основываться на активной программе приватизации крупных государственных компаний;
- при проведении программы приватизации необходимо предусмотреть возможность выкупа иностранными инвесторами контрольного пакета акций с последующей полной передачей компании под контроль зарубежного инвестора;
- проведение активной приватизации следует ориентировать на период подъема мирового инвестиционного и экономического цикла;
- важнейшим источником привлечения иностранного капитала становятся иностранные инвестиции в финансовый сектор и сферу коммуникаций.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. World investment report 2003: FDI policies and development: national and international perspectives / Ed. by K.P. Sauvant. N.Y., 2003.
2. *Владимирова И.Г.* Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 1999. № 1.
3. Общая ситуация на мировом рынке слияний и поглощений // Анализ группы корпоративных финансов КИМГ [Электрон. ресурс]. М., 2003. Режим доступа: <http://www.gaap.ru/diary/>
4. World investment report 2000: cross-border mergers and acquisitions and development / Ed. by K.P. Sauvant. N.Y., 2000.
5. *Радыгин А.* Слияния и поглощения в корпоративном секторе // *Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н.* Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе [Электрон. ресурс]. М., 2002. Режим доступа: <http://www.likvidation.ru/>
6. Слияния и поглощения: западный опыт и актуальность вопроса для России // Библиотека: Публикации GBS [Электрон. ресурс]. СПб., 2002. Режим доступа: <http://www.antax.ru/doc/articles/biksz.htm#>

С.В. БОСЛОВЯК

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ЭКОНОМИКИ БЕЛАРУСИ ИНОСТРАННЫМИ ИНВЕСТОРАМИ И МЕЖДУНАРОДНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТИТУТАМИ

Инвестиционный кризис, сопровождающий переходную экономику, достиг в Беларуси критических границ. Неудовлетворительное состояние многих белорус-

Сергей Васильевич БОСЛОВЯК, ст. преподаватель кафедры экономики и управления Полоцкого государственного университета.