**Явления слияний и поглощений в России и странах ЦВЕ - рост продолжается**

Н.А. Никитенко, аспирантка кафедры "Мировая экономика и МВКО"

Мировой опыт корпоративного управления доказывает, что рост является неотъемлемой частью жизненного цикла компании и важной составляющей успеха ее развития. Отсутствие внутреннего роста делает существование и функционирование компании невозможным. В процессе своего развития компания достигает этапа, когда ее менеджмент должен принять решение о необходимости внешнего роста с использованием инструментов рынка корпоративного контроля - слияний и поглощений (далее - СиП).

Как показывает мировая практика, слияния и поглощения компаний стали органичной частью современной экономики. Данное явление впервые было отражено в трудах американских экономистов и ученых еще в конце XIX века, и на протяжении минувшего столетия динамичный, подверженный цикличности процесс глобализации мировой экономики сопровождался волнообразным развитием явления слияний и поглощений. При этом происходил количественный и качественный рост рынка корпоративного контроля, совершенствовался инструментарий реализации сделок по слиянию и поглощению.

В настоящее время в мире ежедневно совершается хотя бы одна сделка на рынке корпоративного контроля. Установлено, что 80% всех международных капиталовложений, или четыре из пяти долларов, идущих на цели международного инвестирования, тратятся сегодня не на новое строительство или учреждение новых компаний за рубежом, а на приобретение активов уже существующих фирм [1].

Таким образом, компании не должны недооценивать возможность использования инструментария СиП для реализации собственной стратегии развития.

**Мотивы слияний и поглощений**

На всем протяжении развития рынка корпоративного контроля ученые-экономисты, руководство компаний, финансовые консультанты и аналитики пытаются сформулировать и обобщить причины, движимые компаниями, принимающими решения о СиП. Современная экономическая наука выдвигает несколько теорий, которые подтверждены многочисленными исследованиями и опытом:

синергетическая теория;

"теория гордыни";

теория агентских издержек свободных потоков денежных средств.

Рассмотрим каждую из этих теорий подробнее. Самой распространенной теорией является теория повышения добавленной экономической стоимости компании, или иначе - синергетическая теория. Часто эту теорию еще называют "правило "2+2=5", впервые сформулированное в работе Бредли, Десаи, Ким в 1983 г. [2]. Суть состоит в том, что компания, образовавшаяся в результате слияния, может использовать широкий спектр преимуществ, которые возникают вследствие объединения ресурсов прежних корпораций за счет действия следующих синергетических эффектов.

Экономия от масштабов и охвата (или экономия операционных издержек, или эффект агломерации) - естественная цель горизонтальных и вертикальных слияний. Более крупная образовавшаяся компания может добиться экономии за счет сокращения административных, маркетинговых и других затрат.

Экономия издержек на НИОКР за счет использования компанией-покупателем научно-исследовательских центров и работников компании-цели для разработки и внедрения на рынке новых продуктов, товаров или услуг.

Эффект диверсификации или комбинирования взаимодополняющих ресурсов заключается в том, что компания-покупатель поглощает небольшую корпорацию, производящую продукцию, за счет которой намеревается расширить свой производственный ассортимент, но создание аналогичных собственных производств было бы экономически невыгодным проектом [3].

Финансовые синергии достигаются за счет того, что затраты на финансирование каких-либо проектов внутри одной компании меньше, чем инвестирование средств во внешние проекты. При этом появляется также возможность создания дополнительных резервных фондов [4]. Например, за счет налоговых льгот высокоприбыльная фирма, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом.

Источником синергии является также информация. Данная гипотеза основана на том, что во время поглощения может появляться позитивная либо негативная информация об успешности протекаемого процесса, что повлечет за собой переоценку либо недооценку акций поглощаемой компании [5].

Перечисленные выше синергетические эффекты представляют собой основные факторы возможной экономии, но не являются исчерпывающими.

Следующей теорией, объясняющей мотивацию компаний при СиП, является так называемая теория гордыни, предложенная в 1986 г. Ричардом Роллом [6]. Основываясь на своем заключении, что синергия при слияниях и поглощениях отсутствует, он выдвинул идею о том, что слияние - это результат индивидуального решения менеджмента корпорации-покупателя, который считает, что именно его оценка стоимости компании-цели верна, а рыночная оценка стоимости не полностью отражает потенциал ее развития. Таким образом, решение о слиянии может быть вызвано лишь иррациональной "гордыней" корпорации-покупателя по поводу того, что только она может определить и распознать несуществующие "синергии".

Еще одной относительно новой теорией, объясняющей причины СиП, является теория агентских издержек свободных потоков денежных средств, наиболее полно сформулированная в 1986 г. Майклом Дженсеном [7]. Данная теория рассматривает позицию корпоративных менеджеров. Менеджмент должен представлять интересы акционеров компании. При этом не исключена возможность обострения конфликта интересов, источником которого служат выплаты денежных средств акционерам в виде дивидендов, возврата капитала и т.п., что уменьшает объем подконтрольной менеджменту ресурсной базы компании и создает определенные трудности в поиске внешних источников финансирования для новых инвестиционных проектов. Немалое влияние оказывают и растущие компенсационные выплаты менеджменту. Побудительным мотивом деятельности менеджеров могут стать их собственные интересы, а не интересы акционеров.

В данной ситуации решением конфликта интересов, по мнению Дженсена, может стать выкуп корпорации через долговое финансирование (LBO), которое по сути является гарантией акционерам со стороны менеджмента выплаты будущих потоков денежных средств, так как у акционеров возникает право обанкротить корпорацию в случае, если она не выполнит свои обязательства по выплате процентных и номинальных платежей по эмитированным долговым обязательствам. Таким образом, долговая нагрузка существенно сокращает агентские издержки свободных потоков денежных средств. Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств помогает понять, что СиП могут одновременно отражать как конфликт интересов между акционерами и менеджерами, так и метод разрешения подобного конфликта.

Рассмотренные теории показывают, что слияния и поглощения компаний могут быть направлены на усовершенствование производства, финансирования, научно-исследовательской работы, маркетинга сливающихся предприятий, а также на усиление проникновения компаний на новые рынки сырья и сбыта и укрепление их позиций в рамках конкурентной бизнес-среды. Эти мотивы доказывают объективность существования данного явления на рынке корпоративного контроля.

Какими чертами характеризуется мировой рынок корпоративного контроля?

**Процесс слияния и поглощения компаний в мире**

В конце 80-х-начале 90-х годов на мировом рынке корпоративного контроля стало наблюдаться оживление. Особенностью новой волны СиП стали колоссальные по объему сделки и их трансграничный характер. Например, в 1987 г. было проведено около 5 тыс. сделок по слиянию и поглощению общим объемом 350 млрд. долл. США, а в 1997 г. - уже 14 тыс. сделок объемом 1,4 трлн. долл. [8].

1999 год стал рекордным по объему сделок на мирового рынке слияний и поглощений. При количестве сделок, примерно равном предыдущему году, объем мирового рынка составил 3,4 трлн. долл. В этот же период стала наблюдаться тенденция снижения роли США: количество сделок уменьшилось до 11 042 (в 1998 г. их было 12 300), общий объем которых составил 1,4 трлн. долл. В то время как в Европе объем сделок удвоился по сравнению с 1998 г. и достиг в 1999 г. 1,2 трлн. долл. Впервые в истории развития мирового рынка корпоративного контроля Европа составила достойную конкуренцию США по объему и по количеству сделок по СиП [см. 8].

В конце 2000 г. стало понятно, что очередная волна СиП в США и Европе пошла на спад. Между тем мировые финансовые аналитики прогнозировали, что снижение активности на рынке корпоративного контроля явление временное, так как СиП стали неотъемлемой частью стратегического развития компаний. Однако спад на фондовых рынках и в технологическом секторе, "бухгалтерские" скандалы, расследование конфликта интересов в инвестиционных банках, стагнация в мировой экономике, события "11 сентября" в США и ожидаемая война в Ираке привели к тому, что 2002 г. стал наихудшим по количеству и объему сделок по СиП компаний, начиная с 1996 г. По итогам 2002 г., совокупный мировой объем объявленных сделок по СиП составил 1,2 трлн. долл. США, а их количество равнялось 24 189 [см. 8].

В 2003 г. война в Ираке, а также вспышка атипичной пневмонии не дали переломить тенденцию стагнации на мировом рынке корпоративного контроля. По данным Dealogic, на начало декабря 2003 г. общее количество объявленных сделок по СиП компаний равнялось 15 662, что на 35% меньше по сравнению с предыдущим годом. В стоимостном отношении падение было не столь значительным - общая стоимость заключенных сделок на мировом рынке к декабрю составила 1 трлн. долл., что означает снижение на 15% [9].

Рассмотрев мотивы слияний и поглощений компаний и ситуацию на мировом рынке корпоративного контроля, мы приближаемся к вопросу о том, какие процессы происходят на рынке корпоративного контроля в России, а также Центральной и Восточной Европе?

**Слияния и поглощения в Центральной и Восточной Европе и России**

В начале 90-х годов Россия встала на путь развития рыночных отношений. Мировая экономика, ориентируясь не столько на географическую близость России с Центральной и Восточной Европой (ЦВЕ), сколько на одновременность процесса перехода от плановой экономики к рыночной, определила группу стран с переходной экономикой. Это дает возможность использовать опыт и достижения стран ЦВЕ для сравнительного анализа с Россией.

Переход от плановой к рыночной экономике в странах ЦВЕ и РФ сопровождался приватизацией. В России этот процесс прошел незаметно для инструментария мировой экономики. В течение десятилетия наша страна заимствовала многое из мировой практики. После первоначального накопления капитала для создания бизнеса российские компании стали искать возможность выхода на мировой рынок и формировать "цивилизованный" рынок корпоративного контроля. За этот период в России сформировалось новое поколение менеджмента, готовое применить зарубежный опыт в своем бизнесе. Критическим моментом в данном случае является выбор накопленных знаний мировой экономики, применимых для России, необходимость учета страновой специфики. После нескольких лет стабильного экономического роста в послекризисный период государство подошло к этапу вторичного передела собственности. В это время и обратились к возможности использования механизма слияний и поглощений в качестве инструмента стратегического развития компаний и предприятий.

Независимо от того, что все страны подвержены общемировым тенденциям развития экономики, в Восточной Европе и России начиная с 2001 г. наблюдается рост на рынке корпоративного контроля. Причиной этому послужили стабильный экономический рост в конце 90-х годов в странах ЦВЕ и России и первые положительные результаты структурного реформирования. Компании стали искать выход на мировой рынок, для этого они начинают публиковать отчетность в соответствии с международными стандартами, формируют корпоративную структуру, соответствующую требованиям мирового рынка, выходят на мировой фондовый рынок. Позитивную роль в развитии рынка корпоративного контроля в странах ЦВЕ играет также факт вхождения десяти из них в мае 2004 г. в Европейский Союз. Это обязывает страны идти по пути дальнейшей либерализации правовой и экономической сферы.

По данным ежегодного исследования рынка корпоративного контроля стран ЦВЕ, проводимого PriceWaterhouseCoopers на протяжении семи лет, объем сделок по СиП в этих странах в 2002 г. равнялся 17,7 млрд. долл. США. Общее число сделок (не включая приватизацию) составило 1070. Данные для сравнения имеются только по семи странам (Болгария, Чехия, Венгрия, Польша, Румыния, Россия, Словакия), в которых исследование проводилось в 2001 г. В этих странах объем СиП остался практически на том же уровне - 15,58 млрд. долл. в 2001 г. и 15,62 млрд. долл. в 2002 г. Характерно, что в этих странах наблюдается тенденция роста количества сделок по СиП при уменьшении среднего размера сделки - с 24 млн. долл. в 2001 г. до 19 млн. долл. в 2002 г. [10].

Еще одной отличительной чертой рынка корпоративного контроля стран ЦВЕ является увеличение количества национальных сделок - их число в 2002 г. составило 679, или 63% от общего количества СиП (в 2001 г. этот показатель равнялся 58%). Наибольшее количество национальных сделок от общего числа наблюдалось в России (79,4%), Словении (66,1%) и Польше (63,7%) [см. 10].

Данные Dealogic свидетельствуют о том, что в 2003 г. в ЦВЕ (за исключением России и стран СНГ) продолжилась положительная тенденция развития рынка корпоративного контроля. Стоимость сделок, заключенных компаниями стран Центральной и Восточной Европы, в 2003 г. увеличилась на 3% по сравнению с предыдущим годом. Однако этот прирост был достигнут в основном в первом полугодии, когда стоимость сделок выросла на 39% по сравнению с первым полугодием 2002 г.; во втором полугодии общая стоимость сделок упала на 32% (с 4,5 млрд. долл. до 3,1 млрд. долл.).

Россия не принималась во внимание при этом сравнительном анализе, так как в 2003 г. было объявлено о двух крупнейших сделках (они составили 74% объема всех сделок в ЦВЕ в 2003 г.), которые могут конкурировать по объему на мировом рынке корпоративного контроля: приобретение ОАО "Нефтяная компания "Юкос" 92% акций ОАО "Сибнефть"\* за 21,7 млрд. долл. США (третья по стоимости сделка в мире в 2003 г.) и приобретение компанией BP Plc (Великобритания) нефтяных активов "Альфа-Групп" и Access/Renova (Тюменская нефтяная компания - "ТНК") за 7,7 млрд. долл. (седьмая по стоимости сделка в мире в 2003 г.) [см. 9].

В отраслевом разрезе в 2003 г., как и в предыдущем, в странах ЦВЕ лидировало промышленное производство (включая так называемые отрасли реального сектора экономики), составив около 22% от общего числа сделок (в 2002 г. около 20%); второе место заняла пищевая промышленность - 13% от общего числа сделок и третье - сфера финансовых услуг - 12% (в 2002 г. это соотношение выглядело следующим образом: сфера финансовых услуг - 15% и пищевая промышленность - 14%) [11]. Таким образом, распределение количества сделок СиП по отраслям не слишком изменилось.

Отраслевой анализ структуры сделок по СиП в России свидетельствует о лидирующих позициях сектора добычи полезных ископаемых. Не принимая во внимание сделку "Юкос"-"Сибнефть", доля СиП в отраслях нефтегазодобычи и добычи других полезных ископаемых равнялась 63% в общем объеме СиП в 2003 г. (при том, что в мире данный показатель составляет менее 10%). Этот факт также подтверждает "сырьевую" ориентированность российской экономики. Вместе с тем абсолютные величины объемов инвестиций растут на 40% в промышленном производстве и более чем на 100% в таких отраслях, как телекоммуникации, транспорт и коммунальные услуги [12].

Отметим, однако, что добывающие отрасли играют сегодня важнейшую роль не только на рынке корпоративного контроля в России, но также и в странах ЦВЕ. Охарактеризуем существенные для рынка корпоративного контроля черты, присущие добывающим отраслям стран ЦВЕ и РФ.

**Добывающие отрасли на рынке корпоративного контроля**

В каждой из этих стран добывающие отрасли, в том числе нефтегазовая, отрасли черной и цветной металлургии, добычи других минеральных ресурсов, являются стратегическими для государства. В большинстве своем они представляют собой целые комплексы - от добычи и транспортировки до переработки и реализации - и принадлежат частично или полностью государству (нефтяная и электроэнергетическая отрасль в большей степени, металлургия - в меньшей).

\* В связи с налоговыми расследованиями в компании "Юкос" владельцы компании "Сибнефть" в начале 2004 г. приняли решение об отмене сделки.

Нефтедобыча Румынии, нефтепереработка Польши и Болгарии, природные запасы России вызывают заинтересованность со стороны мирового рынка корпоративного контроля. Однако существует много барьеров на "вхождение" в данные отрасли. Государства не склонны к потере стратегически важных отраслей и поэтому не спешат с процессом приватизации, а также с созданием детально проработанной законодательной базы, надежно защищающей интересы инвесторов. Данный вопрос является более или менее разрешимым в странах ЦВЕ в связи с их вхождением в ЕС, однако для России он остается проблемным.

Объективно позиция стран ЦВЕ и России понятна, однако защита стратегически важных отраслей от приватизации может отрицательно сказаться на развитии последних. Например, в России добывающая промышленность строилась в годы плановой экономики. За десятилетия произошло физическое и моральное устаревание оборотных средств. Обновление требует огромных капиталовложений, получение которых через государственный механизм ограничено. Таким образом, разгосударствление в этом секторе может способствовать обновлению отраслей, созданию современных, конкурентоспособных промышленных комплексов.

Сегодня уже существуют примеры, когда правительства позволяют приватизировать предприятия добывающих отраслей. Так, например, в 2002 г. правительство Словакии санкционировало продажу трех энергетических компаний немецким и французским конгломератам (общий объем сделок 573 млн. долл.). Немецкий энергетический концерн Е.О.N. за 306 млн. долл. приобретает 49% самой большой в Словакии электростанции "Заподнословенска энергетика" [13].

Таким образом, в странах Центральной и Восточной Европы и РФ постепенно происходит открытие добывающих отраслей для рынка корпоративного контроля.

На сегодняшний день самой значимой в добывающей отрасли является сделка BP-"ТНК". Следует отметить, что сделка осуществлялась с соблюдением правил рынка корпоративного контроля - с участием инвестиционных банков со стороны покупателя и продавца; финансовых консультантов, проводивших стратегический обзор финансово-хозяйственной деятельности; с пост-интеграционным сопровождением. Сделка была завершена в 2003 г., и пока еще рано говорить об ее успешности с точки зрения синергетических эффектов, но она может положить начало целому ряду крупных СиП в странах ЦВЕ и России.

Таким образом, слияния и поглощения в добывающих отраслях становятся характерной частью экономического развития.

В заключение краткого обзора хотелось бы еще раз подчеркнуть наиболее важные моменты.

Сделки по слиянию и поглощению являются сложным, противоречивым и достаточно индивидуализированным процессом. Существует множество причин, которые объясняют совершение сделки по СиП, однако мировая экономическая теория выделяет три направления, объясняющие мотивы СиП, - синергетическая теория, теория агентских издержек свободных потоков денежных средств и так называемая "теория гордыни". Несмотря на существование данных теорий, причины и мотивы проведения СиП должны анализироваться в каждой сделке индивидуально.

Спецификой современного развития мирового рынка корпоративного контроля является уступка США своих лидирующих позиций Европейскому континенту, а также появление первых признаков вовлечения в данный процесс стран Центральной и Восточной Европы и России.

Самой главной особенностью является то, что, несмотря на спад и стагнацию на мировом рынке корпоративного контроля, в странах ЦВЕ и России наблюдается устойчивый рост сделок по СиП. Переход стран ЦВЕ и РФ от плановой экономики к рыночной делает возможным применение сравнительного анализа развития СиП в данных странах.

Основополагающими отраслями в странах ЦВЕ и России являются добывающие отрасли, и именно они являются наиболее привлекательными на сегодняшний день для мирового рынка корпоративного контроля. Одновременно эти отрасли остаются самыми монополизированными со стороны государства.

Таким образом, хотя сегодня страны ЦВЕ и Россия находятся на этапе становления рынка корпоративного контроля, анализ свидетельствует о его большом потенциале. Самым важным является обеспечение его развития (например, правовые гарантии инвесторам), а также выбор правильного инструментария проведения сделок по СиП.

**Список литературы**

Бородаевская А.А. Масштабы превыше всего. М.: Международные отношения, 2001. C. 5.

Bradley M., Desai A., Kim E. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? // Journal of Financial Economics. 1983. No. 2. P. 195.

Fama E., Jensen M. Organizational Forms and Investment Decisions//Journal of Financial Economics. 1985. No. 14. P. 103.

Nielsen J., Melicher R. A Financial Analysis of Acquisitions and Merger Premiums// Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1973. March 8th. P. 142.

Bradley M. Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control//Journal of Business. 1980. No. 53. P. 355; Dodd P., Ruback R. Tender Offers and Stockholder Returns: an Empirical Analysis//Journal of Financial Economics, 1977. No. 5.

Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers//Journal of Business. 1986. No. 2. P. 197-216.

Jensen M.С. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers// American Economic Review. 1986. No. 2.

Thomson Financial Securities Data.

Dealogic 2003.

PriceWaterhouseCoopers Survey of M&A Activity for 2002 and PriceWaterhouseCoopers Survey of M&A Activity for 2001.

PriceWaterhouseCoopers Survey of M&A Activity for 2003 and PriceWaterhouseCoopers Survey of M&A Activity for 2002.

KPMG Press Release in 2003.

EBRD, 2003.