

Интеграция корпоративного капитала

Современные тенденции

Марина Фролова

Возникновение процессов интеграции корпоративного капитала, создание финансово-промышленных групп и формирование рынков *mergers and acquisitions* (M&A, слияния и поглощения) произошло в Соединенных Штатах Америки и Европе в конце XIX в. В дальнейшем процессы мировой глобализации обусловили рост взаимосвязей и взаимозависимости национальных экономических систем.

Исследования американских и европейских сделок по слияниям и поглощениям охватывают период с момента возникновения рынков по настоящее время. Эмпирически доказано, что слияния компаний происходят в волнах, и в пределах каждой волны они имеют тенденцию группироваться в отраслях промышленности (*Mitchell and Mulherin, 1996 г., Andrade and Stafford, 2004 г., Harford, 2005 г.*)¹.

Американские исследователи выделяют пять волн, имеющих свои индивидуальные особенности².

Первая и вторая волны (1897–1904 гг., 1916–1929 гг.) характеризовались горизонтальной интеграцией в добывающих отраслях, образованием монополий и олигополий, а также развитием антитрестовского законодательства. Большинство сделок закончились неудачей, но некоторые из созданных в

ФРОЛОВА Марина Павловна – соискатель кафедры корпоративного управления и электронного бизнеса экономического факультета Российского государственного университета туризма и сервиса. E-mail: mpdf@yandex.ru

Ключевые слова: корпоративный капитал, интеграция, слияния и поглощения, публичное размещение акций на фондовом рынке.

этот период корпораций существуют и в настоящее время.

Особенностью *третьей волны* (1965–1969 гг.) стало преобладание конгломератных слияний и использование финансирования сделок акциями.

Значительный рост числа враждебных поглощений произошел в период *четвертой волны* (1981–1989 гг.). Преобладающим методом оплаты сделок были заемные средства. Развивались инвестиционные банки. Вследствие снижения курса доллара увеличилось число иностранных инвесторов.

Пятая волна (1992 – по настоящее время) приобрела международный характер. Целью большинства сделок стало достижение стратегических выгод, а не краткосрочной прибыли. В интеграционные процессы этого периода вовлекалось все большее число стран.

Впервые в истории произошел значительный рост рынка слияний и поглощений в Европе (+34%) и составил 1,96 трлн. долл. по сравнению с 1,56 трлн. долл. в США.

Стоимость азиатских рынков составила 718 млрд. долл.

Рекордные данные показал и российский рынок, возросший в 2007 г. на 194,8% к итогу прошлого года, достигнув отметки 124,6 млрд. долл.

Рост мирового рынка M&A в 2007 г. значительно превысил итоги предыдущих лет.

Окончания всех волн были связаны с кризисными явлениями в экономике и падениями фондового рынка.

Российский рынок M&A возник в начале пятой международной волны и стал одним из самых молодых в мире. Интеграция была связана с процессами постприватизационного распределения советских активов. Развитие рынка M&A стало весьма динамичным. В методологии корпоратив-

ного управления рассматривают три этапа развития российского рынка M&A³:

Первый этап (1993 г. – кризис 1998 г.) был связан с возникновением первых российских финансово-промышленных групп и фондов портфельных инвестиций, которые одновременно являлись финансовыми и стратегическими инвесторами. Были широко распространены перепродажи ранее приобретенных активов, а также выкуп компаний после объявления о банкротстве. Финансовое состояние большинства компаний в этот период являлось неудовлетворительным.

Второй этап («посткризисный бум» 1999–2002 гг.) характеризовался незаконными захватами активов («рейдерские атаки»). Сделки были сконцентрированы лишь в нескольких отраслях (нефтегазовая, металлургия, горнорудная, электроэнергетика и др.).

В этот период сделки M&A в России продолжали определяться как «перелом собственности», отсутствовали необходимые законодательные нормы, требовалась юридическая легализация прав собственности на имеющиеся активы, защита прав владельцев акций не соответствовала международному уровню. Росло число предприятий, объявивших о несостоятельности, банкротстве.

На *третьем этапе* (экономический рост 2003 г. – кризис 2008 г.) рынок M&A приобрел более цивилизованный характер, широко внедрялись инновационные для России концепции управления предприятием. Увеличилось количество дружественных слияний, международных сделок, а также сделок с участием государства.

Появилось большее число предприятий, ориентированных на максимизацию стоимости активов при управлении стратегией развития. Продолжился рост *IPO* (*initial public offering* – пуб-

личное размещение акций на фондовом рынке) российских компаний на мировых и российских торговых площадках.

Исследование рынка слияний и поглощений за анализируемый период (рассматривались сделки стоимостью от 5,0 млн. долл.) показало, что характерной особенностью большинства

проведенных сделок было полное приобретение целевой компании.

До начала 2008 г. наблюдался значительный рост числа и стоимости сделок М&А (рис. 1). Процессы интеграции в России демонстрировали рекордные показатели в сравнении с динамикой рынков других стран.

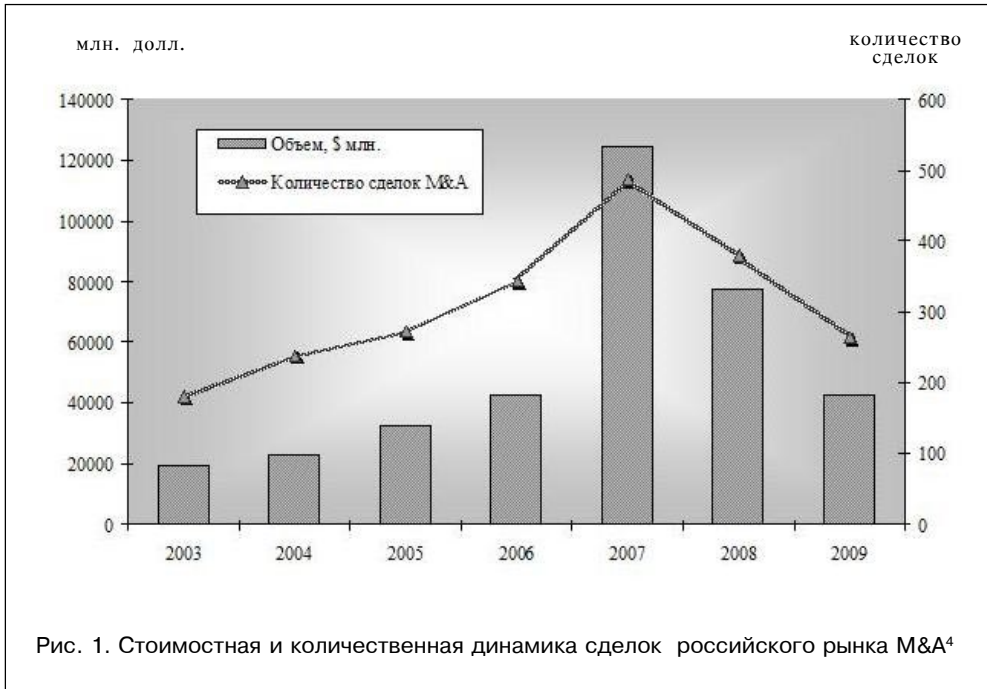


Рис. 1. Стоимостная и количественная динамика сделок российского рынка М&А⁴

Основной причиной падения показателей российского рынка М&А в 2008 г. и 2009 г. стало влияние мирового финансового кризиса, начало которого связано с возникновением ипотечного кризиса в США.

Однако при падении рынка М&А в целом, снижение произошло не во всех отраслях (рис. 2.1 и 2.2). Среди отраслей, лидирующих по стоимости сделок в 2008 г., рост был отмечен в финансовом (211%) и металлургическом (14%) секторах.

Стабильный рост за анализируемый период был отмечен только в сферах

информационных технологий, строительства и недвижимости. За падением в 2008 г. стоимости сделок нефтегазовой отрасли, лидирующей в течение последних 7 лет, последовал рост, связанный с приобретением дорогостоящих стратегических активов. Позитивной тенденцией 2009 г. стало увеличение стоимости приобретений в отраслях, незначительно задействованных ранее в процессах корпоративного капитала.

Наименьшее снижение к итогу 2007 г. (менее 5%) произошло в отрасли гостиничный бизнес, досуг, туризм, а



Рис. 2.1. Стоимостная динамика сделок российского рынка M&A в лидирующих отраслях⁴

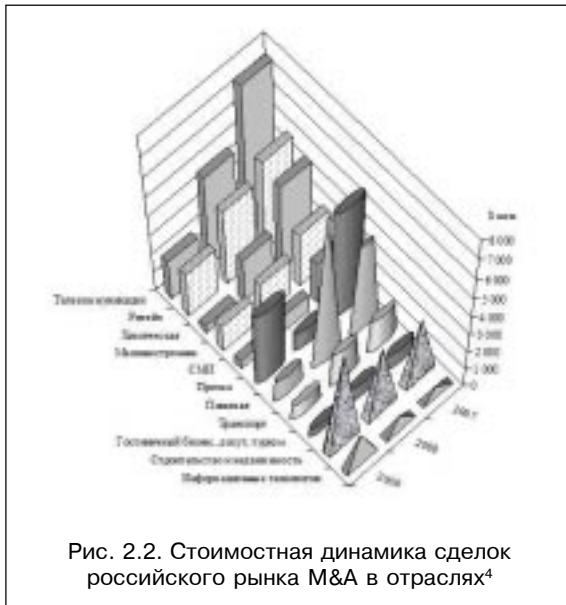


Рис. 2.2. Стоимостная динамика сделок российского рынка M&A в отраслях⁴

дальнейшее снижение на 44% в 2009 г. не стало значительным в сравнении с динамикой кризисного уменьшения стоимости сделок M&A в отраслях.

В настоящее время происходит посткризисное восстановление мировых экономик. Тенденцию определяют несколько показателей. Одним из них является рост капитализации в большинстве стран.

По итогам марта 2010 г. стоимость компаний, котирующихся на мировых торговых площадках, выросла почти на 2864 млрд. долл. (6,42%).

Восходящий тренд был отмечен и в рыночной капитализации американских компаний.

За год суммарная стоимость американских компаний выросла более чем на 5031 млрд. долл. (53,57%).

У стран, входящих в Еврозону, прирост рыночной стоимости котируемых на биржах компаний составил 52,27%, или 1985 млрд. долл.⁵

Март 2010 г. показал восходящую тенденцию динамики капитализации и в странах БРИК.

Рыночная стоимость всех компаний, котируемых на рынках БРИК, возросла более чем на 3620 млрд. долл., или 70,07%.

Лидером стала Россия: рост стоимости компаний составил почти 444 млрд. долл., (116,23%).

Кроме того, в IV квартале 2009 г. ВВП развитых стран замедлил темпы снижения, а в некоторых странах начал расти. Еще одним показателем стал рост цен на сырьевых рынках.

За март цены на нефть поднялись на 6%, с начала года – на 5,3%. Драгоценные металлы подорожали на 1,5–4%, промышленные – на 1,5–5%.

Рост мировой экономики будет способствовать поддержанию высоких цен на ресурсы, что будет оказывать благо-

приятное влияние на российскую экономику⁵.

Заключение сделок M&A и успешная реализация стратегии после интеграции связаны с влиянием ряда внешних и внутренних факторов, в том числе:

- мировых макроэкономических тенденций;
- макроэкономических тенденций и политической ситуации внутри страны;
- тенденций развития отрасли;
- корпоративного управления.

Рассматривая тенденции развития российского рынка M&A можно провести аналогию с волнообразным характером развития американского рынка. По сути, процессы интеграции корпоративного капитала в России стали частью мирового процесса. Как и в случаях иностранной практики, максимальное снижение числа и стоимости сделок рынка M&A в России было связано с макроэкономическими тенденциями и последовало за крахом российского фондового рынка (осень 2008 г.).

Последующие тенденции по восстановлению докризисных показателей также связаны с динамикой мировых процессов в экономике.

Анализ сделок в отраслях показал, что процессы интеграции зависят не только от внешних факторов. Несмотря на развитие финансового кризиса, некоторые предприятия продолжили реализацию стратегии M&A, выгодно приобретая подешевевшие активы. В период кризиса значительно снизились премии за приобретаемые компании – цели.

Решения о заключении сделки в условиях неопределенности зачастую связаны с потенциальными возможностями приобретающей компании. Государственная антикризисная поддержка в виде льготных кредитов, субсидий и вложений в уставный капитал в 2009 г.

была предоставлена лишь нескольким стратегически важным предприятиям⁶. Однако в большинстве случаев выбор компании-цели и поиск источников финансирования сделки всецело зависят от приобретающей компании.

Обобщая тенденции интеграции корпоративного капитала можно выделить следующие специфические особенности российского рынка M&A:

- рост рынка IPO способствует раскрытию информации и увеличению числа законных сделок, повышая доверие российских и иностранных акционеров. Увеличение числа размещений акций влияет на динамику рынка M&A, стимулируя спрос на активы внешнего роста;

- продолжение перераспределения активов. Так в электроэнергетике, металлургии, горнорудной и нефтегазовой отраслях после их лидерства в сфере M&A за последние несколько лет активы распределены и значительный рост маловероятен. Также следует учитывать участие государства как собственника активов в стратегически важных отраслях. Дальнейший рост сделок следует ожидать в других сферах бизнеса, лидером среди которых в настоящее время является финансовый сектор;

- увеличение числа международных экспансий. Основные инвестиции в иностранные активы совершают предприятия добывающих отраслей. Приток иностранного капитала максимально сосредоточен в пищевой промышленности и финансовом секторе. Ряд трансграничных проектов поддерживается государством. МИД России контролирует сделки с компаниями в Германии, Индии и Монголии с целью создания стратегических альянсов в высокотехнологических отраслях⁶;

- направления интеграции связаны с отраслевым фактором. Наибольшее число горизонтально интегрированных

сделок было проведено среди предприятий, предоставляющих коммунальные, социальные и персональные услуги, в гостиничном и ресторанном бизнесе, отраслях транспорта и связи, а также предприятиями оптовой и розничной торговли.

Сделки для вертикальной интеграции проводились на предприятиях ВПК, в лесопромышленном комплексе, машиностроении, химической и пищевой промышленности;

– совершенствование законодательной базы, регулирующей корпоративные отношения. Госдумой РФ принят законопроект «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком», а также ФЗ «О внесении изменений в ст. 178 Уголовного кодекса Российской Федерации» (в части уголовной ответственности за нарушение антимонопольного законодательства);

– продолжение процессов укрупнения бизнеса, что подтверждается преобладанием горизонтальных сделок, информация по которым не всегда является открытой. Проблема рейдерства не решена до настоящего времени;

– М&А продолжают оставаться сложными и рискованными сделками. Интеграция приобретенных предприятий в общий производственный процесс требует совершенствования юридических и финансовых методов управления процессами М&А, а также их адаптации к специфике бухгалтерского и финансового учета российских предприятий.

Исследования российских и иностранных сделок М&А в долгосрочной перспективе, необходимой для достижения синергетических эффектов показали, что 61% сделок не окупает инвестиций, 57% объединившихся компаний вновь разделяются и менее 20% достигают стратегических целей⁷.

Управление стратегией внешнего роста для максимизации стоимости предприятия остается сложным процессом, требующим анализа опыта ранее проведенных сделок, обоснованного прогнозирования роста показателей стоимости после объединения и совершенствования корпоративного управления с учетом уникальности каждого предприятия, вовлеченного в интеграцию.

Примечания

- ¹ *Bernile G., Lyandres E., Zhdanov A.* A Theory of Strategic Mergers // Second Singapore International Conference on Finance. 2008. 9th Annual Texas Finance Festival.
- ² *Гохан П.* Слияния поглощения и реструктуризация компаний. 3-е изд. Пер. с англ. М: Альпина Бизнес Букс, 2007. 741 с.
- ³ *Радьгин А.Д.* Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы // Вопросы экономики. 2009. № 10. С. 23–45
- ⁴ По данным сайта www.ma-journal.ru
- ⁵ По данным сайта www.quote.ru и Reuters
- ⁶ *Зайков А., Кривошапов О.* М&А – 2009: «общественная» собственность и корпоративные конфликты // Слияния и поглощения. 2010. № 1–2(83–84). С. 9–22.
- ⁷ *Самошкина М.В.* Процессы слияния и поглощений предприятий сферы услуг // Сервис+. 2007. № 2. С. 48–54.