

Курочкина И.Г.

УДК 339.7

**ЦИКЛИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ ПРОЦЕССОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ
В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Аннотация. В статье исследованы особенности и характерные черты волн слияний и поглощений, проанализированы мировые тенденции развития сделок слияний и поглощений, системы корпоративного контроля, механизмов государственного регулирования этих процессов. Также проанализирована динамика крупнейших рынков слияний и поглощений – США и Европы, что позволило сделать вывод об одинаковых чертах развития корпоративных рынков слияний и поглощений. Сделаны выводы о начале развития новой волны слияний и поглощений.

Ключевые слова: рынок слияний и поглощений, корпоративный контроль, государственное регулирование, волны слияний и поглощений

Анотація. У статті досліджені особливості і характерні риси хвиль злиттів і поглинань, проаналізовані світові тенденції розвитку угод злиттів і поглинань, системи корпоративного контролю, механізмів державного регулювання цих процесів. Також проаналізовано динаміку найбільших ринків злиттів і поглинань - США і Європи, що дозволило зробити висновок про однакові рисах розвитку корпоративних ринків злиттів і поглинань. Зроблено висновки про початок розвитку нової хвилі злиттів і поглинань.

Ключові слова: ринок злиттів і поглинань, корпоративний контроль, державне регулювання, хвилі злиттів і поглинань

Summary. The article is devoted to explore the features and characteristics of the wave of mergers and acquisitions, analyzed global trends in mergers and acquisitions, corporate control mechanisms of state regulation of these processes. Also analyzed the dynamics of the largest M & A market - the US and Europe, which led to the conclusion of the same features of the development of corporate mergers and acquisitions market. The analysis showed that the world's leading US and European markets have the same dynamics and characteristics of corporate M & A market, which indicates a high level of transnationalization of the world economy and erase the division of international companies on American or European. It is concluded that the formation of the prerequisites start another wave of mergers and acquisitions, which is influenced by the depreciation of corporate assets due to the global financial crisis of 2008-2009., Which creates conditions for the purchase of companies with a market value below their real production or innovation and intellectual capacity.

Keywords: market mergers and acquisitions, corporate control, government regulation, the wave of mergers and acquisitions

Актуальность. На протяжении XX в. проблемы экономической концентрации, слияний и поглощений компаний вызвали активный научный и общественный интерес. Многие экономисты видят в этом одни важнейших проявлений рыночной дисциплины. По их мнению, конкуренция на рынке корпоративного контроля может обеспечивать переход компании в руки эффективных руководителей. С другой стороны, первая же волна слияний продемонстрировала, что интеграция осуществлялась для обеспечения прочных монопольных позиций компаний, которые постоянно расширялись. Все это вызвало активные споры о роли и необходимости слияний и поглощений в современной экономике и дискуссии относительно оптимальных форм государственного регулирования указанных процессов. Бесспорно, ведущий опыт в системе государственного регулирования интеграционной составляющей международных компаний был накоплен в США и странах Западной Европы, но научное обоснование и спецификация генезиса корпоративных интеграций имеют несовершенный формат, что и обуславливает актуальность таких исследований.

Анализ литературы. Вопросам интеграции международных компаний, исследованиям форм и систем государственного регулирования, и контроля слияний и поглощений в среде международного бизнеса посвящены работы таких известных ученых, как Гамильтон Дж., Гохан П., Депаффилис Д., Михальченко В., Рогач А., Рудик М., Фаулкнер Д., Функ Я., Хилл П., Хворост А., Чайлд Дж. и др.

Цель исследования. Учитывая сложность и динамичность мирового рынка корпоративных слияний и поглощений, следует постоянно проводить научный мониторинг и анализ рынка слияний и поглощений, определять эффективные технологии как рыночного, так и государственного регулирования с целью недопущения обвала рынка под влиянием тех или иных «интеграционных увлечений» со стороны международных компаний.

Изложение основного материала. Базовым стратегическим императивом рационализации процессов международных слияний и поглощений (далее, – СиП) в начале третьего тысячелетия является учет особенностей таких соглашений. Для осознания этих особенностей следует учитывать циклично-волновой характер развития слияний и поглощений. Процессы СиП относятся к той категории экономических явлений, для которых характерна цикличность и волнообразная форма динамики, что одинаково справедливо как для международной корпоративной консолидации, так и для национальной. Также следует отметить, что «волны слияний и поглощений» или «консолидационные волны» тесно связаны с резкими изменениями на рынке, которые наблюдаются в периоды или технологических прорывов, или бурных экономических подъемов и спадов. Поскольку Северная Америка в целом и США в частности, исторически считается наиболее активным мировым регионом по СиП, большинство ученых сходятся на том, что наиболее целесообразным является выделение следующих американских волн СиП (этапы экономической концентрации), средней периодичностью в 15-20 лет (табл. 1). Такие «волны» отличаются своим масштабом, например, первая волна 1887-1904 гг. непосредственно коснулась предприятий

обрабатывающей промышленности, на которых сосредоточивалось не менее 15% всех рабочих и служащих [1].

Характерной чертой так называемой «конгломеративной» волны 1960-х гг. стало формирование большого количества корпораций-конгломератов. Активно они создавались в автомобильной и аэрокосмической отрасли. К концу 1960-х гг. на конгломератные соглашения приходилось от 1/2 до 2/3 всех слияний и поглощений на американском рынке корпоративного контроля.

В 1950 г. Конгресс США одобрил поправку Селлера-Кифовера ст. 7. антитрестовского закона Клейтона. Согласно этой поправке американские суды стали считать, что и горизонтальное слияние, в котором одна или две компании являются рыночными лидерами, нарушают ст. 7. В качестве нарушений стали рассматриваться и многие вертикальные слияния [5]. Именно поэтому развитие конгломератных слияний в экономике того периода следует объяснять суровыми антитрестовскими ограничениями, которые создавали барьер на пути горизонтальной или «стратегической» вертикальной интеграции. Однако появление крупных корпораций-конгломератов привело к ослаблению рыночной дисциплины и способствовала неэффективному перераспределению ресурсов. Дело еще и в том, что руководство конгломератной компании обычно стремилось «справедливо» распределить капиталовложения между своими предприятиями, причем особенно большие средства часто направлялись на поддержку или реконструкцию менее конкурентоспособных предприятий.

Таблица 1. Волны слияний и поглощений в мировой экономике и их государственное регулирование [1–4]

Волны СиП	Основные формы	Государственное регулирование
Первая волна консолидации (монополистическая) (1893 – 1904 гг.)	Преобладали горизонтальные СиП. Во всех отраслях господствовала монополия, активность СиП присуща всем отраслям экономики (металлургической, пищевой, нефтяной, машиностроение). Закончилась крахом фондового рынка.	Принято законодательство, запрещающее картельные соглашения
Вторая волна консолидации (олигополистическая) (1916 – 1929 гг.)	Приток инвестиционного капитала на фондовые рынки. Создание олигополий (кроме тяжелой, пищевой, химической, угледобывающей, финансовой сферы). Преобладали вертикальные СиП. Закончилась «черным четвергом».	Вступление в силу в 1914 г. закона Клейтона, который ограничивал проявления антиконкурентного поведения.
«Волна пресечения» (1940 – 1948 гг.)	Волна горизонтальных слияний. Дружеские поглощения небольших частных компаний крупными	Изменения в налоговом законодательстве
Четвертая волна консолидации (конгломератная) (1955 – 1973 гг.)	Интенсивный рост цен акций на фондовых рынках привел к широкому использованию их как средства расчета. В то же время, процесс оплаты акциям значительно упрощалась с появлением первых конвертируемых ценных бумаг. Завершение эры горизонтальных слияний. Создание конгломератов на основе СиП (автомобильная, аэрокосмическая отрасли).	Принятие в 1950 г. акта «Celler – Kefauver», который дал возможность признавать СиП, приводящие к монополии в отрасли, противозаконными.
Волна корпоративных поощрений (1981 – 1989 гг.)	Рост количества и стоимости сделок СиП. Рост доли вражеских поглощений в совокупной стоимости сделок СиП. Все известные типы слияний (горизонтальные, вертикальные, конгломератные и др.). Все сферы. Жесткие поглощения конгломератов и деконгломератизация. Развитие LBO (выкуп компаний в кредит)	Никаких законодательных инициатив и ограничений
Шестая волна консолидации (волна международных сделок) (1992 – 2000 гг.)	Носит международный характер. Процессы консолидации европейских стран и открытие доступа к восточноевропейским и азиатским рынкам после распада СССР увеличили количество сделок СиП. Преобладают горизонтальные СиП как реакция на жесткую конкуренцию, неопределенности внешней среды, глобализации мировой экономики (в сталелитейной промышленности, интернет-технологиях, финансовых институтах)	Создание европейского и валютного союза. Усиление законодательства: приняты противопоглашающие поправки, судебное преследование за сделки с инсайдерской информацией.
Седьмая волна консолидации (волна мега-сделок) (2002 – 2008 гг.)	Тотальное распространение сделок LBO. Лидерами по количеству мегасделок стали отрасли: фармацевтика, энергетика и телекоммуникации. Рост доли враждебных поглощений. Мировой финансовый кризис, начавшийся летом 2008 г. положила конец «дешевым кредитам» и привела к обвалу рынка СиП.	Усиление законодательства в сфере кредитования и ценных бумаг

В период реформ администрации Р. Рейгана требования антитрестовского регулирования стали гибкими и либеральными. В тот период все очевиднее проявлялась нежизнеспособность ряда гигантских «хозяйственных империй» и конгломератов, а также тенденция к дроблению и уменьшению их резервов – они чаще становились объектом нового слияния или поглощения. При этом корпорации-конгломераты начали использовать различные методы «сжатия» сферы своих хозяйственных операций, такие как [6]:

- продажи – «sell-offs» (отделение подразделения компании как особого юридического лица, чаще всего в дочернюю (зависимую) корпорацию);
- дивестиции – «divestitures» (полное отчуждение материальных активов (за деньги или ценные бумаги) торговому партнеру – уже существующей фирме);
- акционерные «отщепления» – «equity carve-outs» (промежуточная форма «отщеплений» – подразделение становится открытой корпорацией и активизирует публичное предложение своих акций на первичном рынке).

К началу 1980-х гг. в американской экономике произошло нарастание очередной волны корпоративных СиП. Для этой «волны» характерной чертой стал переход к закрытым компаниям. Это была реакция на

угрозу агрессивных поглощений. По экспертным оценкам в течение 1980-х гг. почти каждая вторая крупная американская корпорация получила предложение о продаже или обмене своих акций и последующего слияния или поглощения. Как показали исследования [2], реструктуризация компаний после их приобретения рейдером часто оказывалась радикальной и последовательной, чем те преобразования, которые обычно обеспечивает мониторинг, ранее осуществляемый инвестором. Особое распространение получила реструктуризация в форме выкупа акций и организации на базе приобретенной компанией фирмы с «закрытой» частной собственностью. При этом выкуп чаще всего финансировался за счет заемных средств, поэтому эту форму экономической концентрации связывали с выкупом с помощью долгового финансирования («Leveraged Buy-Out», или LBO). В США с начала 1980-х гг. от 10 до 27% всех поглощений на рынке корпоративного контроля были в формате LBO [7]. Инициатором реструктуризации LBO, как правило, выступал инвестор, который специально для этого создавал некоторую номинальную закрытую компанию, которая и осуществляла выкуп акций. После того как операция была завершена, обе фирмы – «новая» компания-покупатель и компания-цель обычно объединялись. Кредиты чаще брались под залог имущества, принадлежавшего покупаемой компании, а срок банковской ссуды, как правило, не превышал 7 лет.

На рубеже 1980-1990 гг. в США начал наблюдаться серьезный кризис в сфере экономической концентрации, который затронул рынок низкокачественных «мусорных» обязательств. Однако интенсивный рост американской экономики в течение 1990-х гг. возобновил новую волну СиП. Эта волна количественно и качественно отличалась от предыдущей. Общая сумма сделок в этой сфере в 1999 г. достигла неслыханного уровня – 15% от ВВП США. Если в 1980-х гг. преобладали операции, связанные с переходом к закрытым формам собственности, то в 1990-е гг. наблюдалось возвращение к статусу открытого акционерного общества. В этот период компании, как в случае объединения, так и в случае «дробления», чаще предпочитали сохранять статус открытых акционерных обществ. Так, по статистике, в 1990-х гг. совокупный капитал компаний, которые перешли к закрытым формам предпринимательства, не превышал 0,2-0,3% от общей капитализации рынка акций [7]. Если в 1980-е гг. операции СиП интенсивно финансировались за счет «долгового финансирования» и эмиссии низкокачественных обязательств, то в 1990-е гг. эти источники использовались в меньших масштабах. В первой половине 1990-х гг. большое значение имела чистая эмиссия акций, выпускаемых американскими финансовыми корпорациями, а в течение второй половины 1990-х гг. вновь наметилась тенденция к чистому выкупу акций [8].

Еще одно отличие: если в 80-е гг. институциональным инвесторам принадлежало менее трети всех акций, то к концу 90-х гг. их доля превысила 50%. За период 80-х гг. в США создана довольно успешная система защиты от недружественных поглощений. Поэтому к 90-м гг. существенно уменьшилась возможность агрессивного поглощения. На сегодняшний день, как правило, большинство СиП происходят по детальной договоренности корпорации-покупателя с советом директоров и менеджерами соответствующей компании. В случае неудачи таких переговоров за ними редко идет тендерное предложение, направляемое непосредственно владельцам акций. В табл. 2 представлены крупнейшие сделки СиП в США за последние 15 лет.

Таблица 2. Наибольшие сделки слияний и поглощений в США за период 1998-2013 гг.

№	Год	Компания-покупатель	Компания-цель	Стоимость сделки	
				млрд. \$	млрд. €
1	2000	America Online Inc	Time Warner	164,7	160,7
2	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,2	84,9
3	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	78,9	68,4
4	2006	AT&T Inc	BellSouth Corp	72,7	60,2
5	1998	Travelers Group Inc	Citicorp	72,6	67,2
6	2001	Comcast Corp	AT&T Broadband	72,0	85,1
7	2009	Pfizer Inc	Wyeth	67,3	51,9
8	1998	SBC Communications Inc	Ameritech Corp	62,6	56,5
9	1998	NationsBank Corp	BankAmerica Corp	61,6	56,7
10	1999	Vodafone Group PLC	AirTouch	60,3	51,7

С 2002 г. положительные тенденции в экономике США стимулировали оживление на американском рынке СиП. К 2008 г в США был достигнут наибольший (начиная с 2000 г.) рост в секторе слияний. В этом году США вышли в мировые лидеры, отодвинув Европу на 2-е место. Объем сделок, в которых объектом поглощения выступили американские компании, почти удвоился до конца 2008 г. и составил более 2,2 трлн. долл. США (рис. 1).

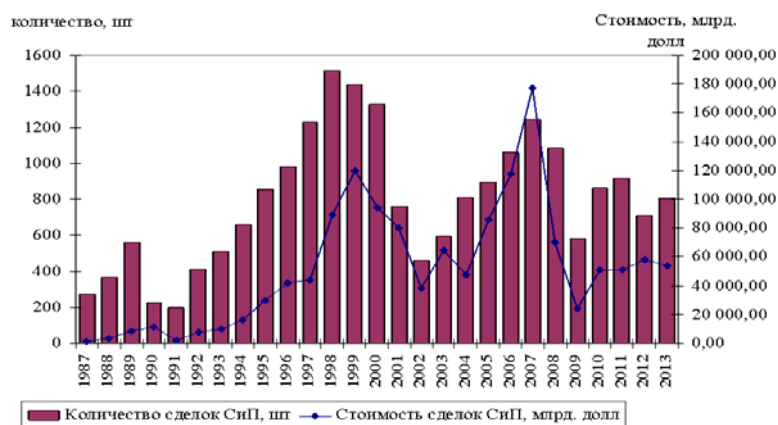


Рис. 1. Динамика сделок СиП на рынке США, в 19875-2013 гг. [9]

На рис. 1 видно, что в целом мировой рынок СиП начал оживать в 2003 г. и продолжил свой рост до 2008 г. (до начала мирового финансового кризиса). Анализ циклического характера процессов СиП в США позволяет выявить внутренние закономерности этого процесса. Если поглощения недостаточно эффективны (например, поглощение, предполагало существенную диверсификацию хозяйственных операций), то это рано или поздно приводит к разукрупнению конгломерата (с помощью продаж, дивестиций, «отщеплений»). Как показали исследования [2, 8], дальнейшая специализация, «фокусировки» хозяйственной деятельности обследованных компаний приводила к повышению эффективности деятельности и увеличения чистой прибыли корпорации в среднем через 3 года.

В Европе долгое время процессы экономической концентрации по своей активности уступали аналогичным процессам в США. Однако в последние годы наблюдается тенденция к росту операций слияний и поглощений (рис. 2).

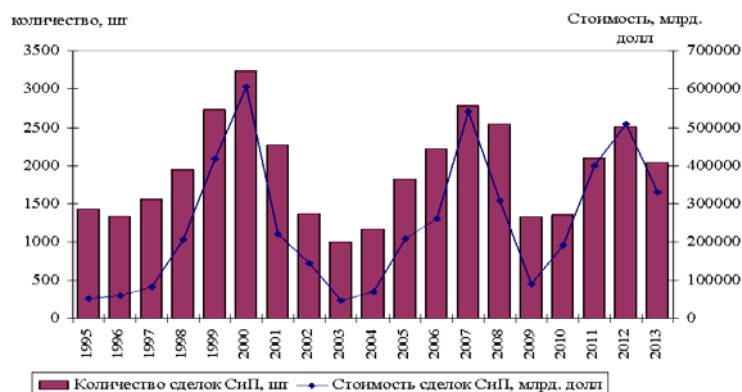


Рис. 2. Динамика сделок СиП на рынке Европы за период 1995-2013 гг. [9]

В течение 2002-2003 гг. по общему объему сделок СиП Европа устойчиво опережала США. В 2004 г. уровень активности в Европе несколько снизился – в первом полугодии 2004 г. по совокупному объему сделок Европа уступила США. В этот период в Европе объем сделок по слиянию и поглощению (266 млрд. долл.) едва достиг уровня соответствующего периода 2003 г. (267,5 млрд. долл.), даже, несмотря на укрепление евро к доллару. Положительная динамика на опережение появилась в последние три года. Крупнейшей сделкой стала покупка французской фармацевтической компанией "Sanofi-Synthelabo" своего франко-немецкого конкурента «Aventis» за 51 млрд евро) (табл. 3).

Такое положение дел объясняется целым рядом факторов, среди которых отсутствие стабильности на фондовых рынках Европы. Не смотря на то, что корпоративные прибыли в Европе растут, этого недостаточно для заключения сделок по трансформации компаний.

Таблица 3. Крупнейшие сделки СиП в Европе за последние 15 лет [9]

№	Год	Компания-покупатель	Компания-цель	Стоимость сделки	
				млрд. \$	млрд. €
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,8	204,8
2	2007	Shareholders	Philip Morris Intl Inc	107,6	68,1
3	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO	98,2	71,3
4	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham	76,0	74,9
5	2004	Royal Dutch Petroleum	Shell Transport & Co	74,6	58,5
6	2006	Gaz de France SA	Suez SA	60,9	44,6
7	1999	Vodafone Group PLC	AirTouch	60,3	51,7
8	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	0,2	50,0
9	2008	InBev NV	Anheuser-Busch Cos	52,2	39,7
10	1999	Total Fina SA	Elf Aquitaine	50,1	48,3

Среди других причин, сдерживающих рост активности, называют нестабильную геополитическую обстановку, угрозу повышения процентных ставок и рост цен на нефть. Поскольку потенциал для консолидации в Европе достаточно высок, эксперты прогнозируют дальнейшее увеличение сделок СиП, особенно в таких сферах, как финансовый сектор, розничная торговля, энергетика, медийный бизнес, технологии и телекоммуникации [3].

Во многих странах континентальной Европы возможности агрессивных поглощений значительно ограниченные, чем в США. Масштабы не только биржевой, но и внебиржевой торговли в Европе сравнительно небольшие, а акции многих фирм среднего размера (наиболее привлекательный объект поглощений) просто не поступают на рынок. Это сдерживает развитие рынка корпоративного контроля.

Важную роль играют и особенности развития экономико-правовой инфраструктуры. Так, в Германии многочисленные законодательные ограничения распространяются, главным образом, на агрессивный перехват контроля, а во Франции сильнее ощущаются общие препятствия, ограничивающие переход акционерной собственности из рук в руки, особенно если речь идет о приобретении французских компаний иностранными владельцами.

Выводы. Таким образом, проанализировав цикличность волн корпоративных слияний и поглощений на рынках США и Европы и определив основные тенденции систем государственного регулирования и контроля, можно следующие выводы. Во-первых, начиная с конца 1970-х гг. XX в., система государственного регулирования и контроля за корпоративными рынками и СиП, не была способна вносить существенные изменения в интеграционные соглашения, что подтверждает стремительное развитие этого рынка в конце XX в. Во-вторых, ведущие мировые рынки США и Европы имеют одинаковую динамику и черты корпоративных рынков СиП, что свидетельствует о высоком уровне транснационализации мирового хозяйства и стиранию разделения международных компаний на чисто американские или европейские, о чем свидетельствуют рейтинги крупнейших сделок СиП. Как на рынке США, так и на рынке Европы ведущую роль играют компании из других регионов. В-третьих, автор определил формирование предпосылок начала очередной волны слияний и поглощений, которая формируется под воздействием обесценивания корпоративных активов вследствие мирового финансового кризиса 2008-2009 гг., что создает условия покупки компаний, рыночная стоимость которых ниже их реального производственного или инновационно-интеллектуального потенциала.

Источники и литература:

1. Кизим М. О. Злиття та поглинання компаній як фактор підвищення їх конкурентоспроможності / М. О. Кизим, В. Є. Хаустова, І. Г. Курочкіна / Конкурентоспроможність: проблеми науки та практики : Монографія. – Х. : ФОРМ ЛІБуркіна Л. М. ВД «ІНЖЕК», 2009. – С. 36 – 50
2. Авхачев Ю. В. Международные слияния и поглощения компаний. Новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство / Авхачев Ю. В. – М. : Научная книга, 2005. – 122 с.
3. Функ Я. И. АО : история и теория / Функ Я. И., Михалеченко В. А., Хвалец В. В. – Минск : Беларусь, 1999. – 607 с.
4. Хаустова В. Е. Слияние и поглощение компаний в экономиках стран мира В. Е. Хаустова / Соціально-економічний розвиток України ті її регіонів: Монографія. – Х. : ВД «ІНЖЕК». – 2008. – С. 200 – 222.
5. Рудык Н. Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов / Рудык Н. Б. – М. : Дело, 2005. – 244 с.
6. Хмыз О. В. Международный рынок капиталов : монография / Хмыз О. В. – М. : ПРИОР, 2012. – 464 с.
7. Сводная хронологическая таблица периодических хронологических кризисов // http://cliodynamics.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=218&Itemid=37.
8. Ленский Е. В. Корпоративный бизнес / под ред. О. Н. Сосковца. – Минск. : «Армита-Маркетинг, Менеджмент», 2011. – 144 с.
9. Иванов Ю. В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса / Ю. В. Иванов. – М. : Альпина Паблишер, 2011. – 244 с.