

# РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ: НОВЫЕ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ

## Александр РАДЫГИН

доктор экономических наук, профессор,  
декан экономического факультета  
Академии народного хозяйства  
при Правительстве РФ,  
член Совета директоров Института  
экономической политики им. Е. Т. Гайдара

## Револьд ЭНТОВ

академик РАН

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

**Н**а протяжении XX — начала XXI столетий слияния и поглощения (далее — M&A<sup>1</sup>) всегда вызывали активный научный и общественный интерес. Многие экономисты и политические деятели видят в них одно из важных проявлений рыночной дисциплины: конкуренция на рынке корпоративного контроля может обеспечивать переход фирмы в руки хозяйственных руководителей, реализующих более эффективную стратегию развития фирмы.

Очевидно, что хозяйственные ситуации, в которых могут иметь место M&A, чрезвычайно разнообразны. Это обстоятельство, вероятно, и породило множество вопросов и различных теоретических интерпретаций указанных процессов. В чем состоят движущие мотивы M&A? Можно ли полагать, что данные процессы создают возможность для более эффективной аллокации ресурсов? В какой мере эти процессы порождены отделением собственности от контроля и связанными с ними проблемами делегирования полномочий? После краткого обзора ставших уже традиционными подходов, сложившихся преимущественно в 1970—1980-е годы, в настоящей статье представляется целесообразным обсудить некоторые новые теоретические концепции и модели, наиболее активно обсуждавшиеся в 2000-х годах. Теоретические

<sup>1</sup> От устоявшегося английского термина *mergers and acquisitions*, где, согласно наиболее распространенной трактовке, *merger* означает реорганизацию двух или более акционерных компаний путем слияния с возникновением одной новой компании или путем присоединения с укрупнением существующей компании, а *acquisition* — приобретение контроля над акционерной компанией путем покупки ее акций.

проблемы M&A и результаты эмпирических исследований в этой области рассматриваются преимущественно на примере экономики США.

### 1. Мотивы, результаты и волны M&A: опыт исследований второй половины XX века

Только анализируя мотивы M&A, академическая наука 1960—1980-х годов выдвинула целый спектр гипотез. Прежде всего речь идет о роли поглощений как инструмента рыночного регулирования эффективности хозяйственных операций.

*Поглощения являются следствием недостаточной эффективности функционирующей фирмы.* К числу необходимых условий вывода фирмы из кризиса, связанного со сравнительно высоким уровнем издержек производства и/или сбыта, обычно относят смену «неэффективного» руководящего состава. Предполагается, что именно M&A позволяют осуществить эти задачи наиболее радикальным способом<sup>2</sup>. Такого рода регулирование неизбежно подразумевает огромные издержки, поэтому некоторые исследователи видят в M&A (особенно в агрессивных поглощениях) лишь «последнюю инстанцию» в реализации рыночной дисциплины (*discipline of last resort*) — уже после того, как «отказали» конкурентные механизмы рынка труда<sup>3</sup>. К числу разновидностей данной концепции можно отнести теоретические модели, связывающие такую неэффективность с проявлениями в рамках корпорации конфликта «принципал—агент», а также с политикой менеджмента, направленной на максимизацию свободных потоков денежных ресурсов<sup>4</sup> и/или на максимизацию доходов фирмы в расчете на одну акцию<sup>5</sup>. Одна из версий подобной концепции видит источник неэффективности фирм просто в инертности «окопавшегося» менеджмента и в том, что высший управленческий персонал проявляет недостаточную заинтересованность в увеличении рыночной стоимости фирмы.

Так называемая *теория гордыни (hubris theory)* приписывает недостаточную основательность инвестиционных проектов чрезмерной склонности к риску и большим амбициям («гордыне») менеджеров, выступающих в качестве руководителей корпорации. Суть проблемы состоит в том, что во многих случаях предприниматель просто обнаруживает «гордыню», полагая, что может оценить потенциальную стоимость фирмы лучше, чем рынок<sup>6</sup>. Инициатор поглощения исходит из предположения, согласно которому новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость фирмы. 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-покупателя (рыночный курс их акций, в соответствии с *hubris theory*, после слияния должен падать) отражает такую «гордыню», а не очередной зигзаг спекулятивных операций на

<sup>2</sup> *Manne H.* Mergers and the Market for Corporate Control // *Journal of Political Economy*. 1965. Vol. 73. P. 110—120; *Manne H.* Our Two Corporate Systems: Law and Economics // *Virginia Law Review*. 1967. Vol. 53. P. 259—285.

<sup>3</sup> *Fama E.* Agency Problems and the Theory of Firms // *Journal of Political Economy*. 1980. Vol. 88. P. 288—307.

<sup>4</sup> *Jensen M.* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. 1986. P. 323—329.

<sup>5</sup> *Bhagat S., Shleifer A., Vishny R.* Hostile Takeovers in the 1980's: the Return to Corporate Specialization // *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*. 1990. P. 1—72.

<sup>6</sup> *Roll R.* The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *Journal of Business*. 1986. Vol. 59. P. 197—216.

финансовых рынках? Эти вопросы остаются без ответа, поэтому не вполне ясны и способы эмпирической проверки указанной гипотезы.

Сделки М&А открывают возможности *операционной и финансовой синергии*. Одна из известных теоретических гипотез предполагает, что фирма добивается сравнительно больших успехов в случае глубокой специализации принадлежащих ей активов<sup>7</sup>. 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 положительный эффект: если движение финансовых ресурсов в двух фирмах не слишком тесно коррелирует между собой, слияние при прочих равных условиях может содействовать стабилизации финансового положения объединенной компании.

М&А могут оказаться *удобной формой вывода части капитала из отраслей, столкнувшихся со спадом*, особенно с долговременным сокращением спроса на их продукцию. Более 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 «переакцентировки» и реструктуризации всей хозяйственной стратегии фирмы, 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.

Перераспределение ресурсов, сопровождавшее М&А, в соответствии с описанными выше подходами должно расчищать дорогу действию конкурентных рыночных сил. Вместе с тем возможно и развитие противоположных тенденций: М&А могут ставить своей целью укрепление *монополистических (олигополистических) позиций* фирмы. В частности, стратегия фирмы может предполагать поглощение корпорации-конкурента.

В рамках концепции «*сигналирования*» (*signalling*) предполагается, что цены акций не исчерпывают всей информации о компании-цели, и соответственно тендерное предложение может служить сигналом для повышения рыночной стоимости фирмы. Само предложение пробуждает интерес потенциальных инвесторов к фирме, кажущейся недооцененной. Владения акциями недооцененной фирмы часто сравнивают с владением шахтой, содержащей золото (*sitting on a gold mine*)<sup>8</sup>. Сама структура финансирования инвестиций может интерпретироваться как сигнал на рынке капитала<sup>9</sup>.

К указанным концепциям примыкают и *теории корпоративного управления*, активно разрабатывавшиеся в 1990-е годы. Материальные стимулы, побуждающие владельцев акций к более или менее активному мониторингу, ставятся

<sup>7</sup> Klein B., Crawford R., Alchian A. Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process // Journal of Law and Economics. 1978. Vol. 21. P. 297–326.

<sup>8</sup> См.: Bradley M., Desai A., Kim E. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers Information or Synergy? // Journal of Financial Economics. 1983. Vol. 10. P. 183–206; Bradley M., Desai A., Kim E. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms // Journal of Financial Economics. 1988. Vol. 21. P. 3–40.

<sup>9</sup> Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach // Bell Journal of Economics. 1977. Vol. 8. P. 23–40.

в зависимость от ликвидности рынка соответствующих акций<sup>10</sup>. Сама ликвидность акций побуждает их владельцев уделять гораздо больше внимания вопросам возможного перехвата акционерного контроля. Реструктуризация компании и рынок M&A оказываются главным фактором, позволяющим поддерживать необходимую ликвидность фондового рынка и удовлетворять соответствующий спрос со стороны инвесторов<sup>11</sup>.

*Отделение собственности от контроля и делегирование полномочий (agency problem)* управляющему персоналу<sup>12</sup> увеличивает роль решений, принимаемых менеджерами. Наряду с неэффективным управлением возникает также возможность смещения приоритетов в развитии компании. Обретая все большую роль в сфере управления, высшие менеджеры могут инициировать M&A, которые не ведут к увеличению чистой приведенной стоимости своей компании. Особенно широкое распространение получила концепция М. Дженсена: в центре конфликта между менеджерами и акционерами на практике оказывается движение свободных потоков денежных средств, в частности размеры выплат акционерам<sup>13</sup>. В соответствии с гипотезой автора высший управленческий персонал стремится урезать эти выплаты, оставляя в своем распоряжении возможно большую часть свободных денежных ресурсов. Попытки менеджмента поставить под контроль свободный поток денежных средств должны чаще всего 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 M&A.

«Рынок корпоративного контроля» (угроза враждебного поглощения и смены менеджеров), как и угроза банкротства, является одним из ключевых внешних механизмов корпоративного управления. Многие исследователи считают рынок поглощений единственным механизмом защиты акционеров от произвола менеджеров. Отмечается, что этот метод наиболее эффективен тогда, когда необходимо «сломить» сопротивление консервативного совета директоров, незаинтересованного в рационализации (раздроблении) компании, особенно если речь идет о высокодиверсифицированной компании.

Вместе с тем эффективность этого метода для последующего улучшения корпоративного управления все больше подвергается критике. В частности, отмечается тот факт, что опасность поглощения толкает менеджеров только к реализации краткосрочных проектов из-за опасений снижения курсовой стоимости акций. Другие критики полагают, что поглощения служат лишь интересам акционеров и не учитывают интересы всех «соучастников». Наконец, всегда существует риск дестабилизации деятельности как компании-покупателя, так и поглощенной компании. В обширной теоретической литературе подробно анализируется также взаимосвязь поглощений с «частной» (особенной) выгодой крупных акционеров.

Не менее активные дискуссии вызывает *циклический (волнообразный)* характер развития рынка M&A. Что обуславливает повторяющиеся подъемы

<sup>10</sup> Holmström B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring // Journal of Political Economy. 1993. Vol. 101. P. 678–709; Tirole J. Corporate Governance // CEPR Discussion Paper. 1999. No 2086.

<sup>11</sup> Bolton P., von Thadden E.-L. Block, Liquidity and Corporate Governance // Journal of Finance. 1998. Vol. 53. P. 1–25.

<sup>12</sup> Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305–360.

<sup>13</sup> Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. 1986. P. 323–329; Jensen M. Takeovers: Their Causes and Consequences // Journal of Economic Perspectives. 1988. P. 21–48.

и падения рынка M&A? Влияет ли на процессы M&A состояние рынка капитала? Какие факторы приводят к резкому росту доли враждебных поглощений в общем объеме рынка M&A в отдельные периоды и в отдельной стране? Существуют ли различия в доходах акционеров после осуществления сделок M&A на разных фазах волн M&A? Обобщенный анализ пяти хорошо известных волновых циклов (1900-е, 1920-е, 1960-е, 1980-е и 1990-е годы), представленный в фундаментальном обзоре развития рынка M&A в США, Великобритании, странах континентальной Европы и Азии, дает ответы только на часть поставленных вопросов<sup>14</sup>.

Авторы приходят к выводу, что, несмотря на их разнообразие и наличие специфических факторов, все волны характеризуются некоторыми общими чертами: им предшествуют технологические или промышленные потрясения, они происходят в странах с благоприятной экономической и политической ситуацией. Они совпадают с периодом стремительного расширения кредитного рынка, что, в свою очередь, является результатом роста внешних рынков капитала, сопровождающегося быстрым развитием фондовых рынков. Зачастую на состояние рынка влияют изменения регламентирующего характера (антимонопольное законодательство), принятые в период ранних волн присоединений, или предшествовавшая новой волне децентрализация рынков. Эмпирические данные показывают, что сделки, имеющие место на более позднем этапе волны, приносят акционерам меньший доход по сравнению со сделками, которые совершаются в начале волны. Решения, принимаемые в отношении сделок в конце каждой волны, как правило, нерациональны, и в их основе зачастую лежат индивидуальные управленческие интересы, «гордыня», отсутствие информации или эффект «стадного» поведения. В то же время в академической литературе уделялось весьма мало внимания таким проблемам, как выбор способа реорганизации в процессе M&A, факторы цикличности и странового распределения враждебных поглощений 1980—1990-х годов, эмпирический анализ международных сделок M&A, и др.

Совершенно различными могут быть и *общие результаты M&A*. Во многих случаях в M&A проявляется действие конкурентных сил («рыночная дисциплина»). Вместе с тем M&A могут вести и к ограничению конкуренции и расширению возможностей олигополистического или монополистического регулирования рынка. 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. Тем не менее важнейший вывод, к которому приходит большинство эмпирических исследований вплоть до конца XX века, — это вывод, согласно которому M&A создают дополнительную стоимость. Иными словами, указанные операции обеспечивают дополнительные (курсовые) доходы участникам сделки. Можно предположить, что в большинстве подобных случаев увеличение доходов отражает более эффективную аллокацию ресурсов и соответствующую реструктуризацию хозяйственных операций. В то же время по мере нарастания волны M&A неизбежно увеличивался и размах спекулятивных операций и неоправданных «хозяйственных экспериментов»<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> См.: *Martynova M., Renneboog L.* A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? // *Journal of Banking & Finance.* 2008. Vol. 32. No 10. P. 2148—2177.

<sup>15</sup> Подробно см.: *Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Шмелева Н.А.* Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М.: ИЭПП, 2002.

С 1990-х годов особенно активно обсуждается выявленный в эмпирических исследованиях парадокс — *поглощения, как правило, представляются «невыгодными» для компании-покупателя («захватчика»)*. В сфере эмпирических исследований редко удавалось обнаружить такое единодушие: результаты множества расчетов свидетельствуют о том, что покупатель неизменно сталкивается с убытками, а акционеры приобретаемой фирмы извлекают выгоду из этой сделки<sup>16</sup>. Приведенные утверждения, разумеется, не означают, что каждая компания-покупатель сталкивается с курсовыми убытками. Речь идет лишь о среднестатистических характеристиках. Так, в одном из исследований 47% попавших в выборку компаний-покупателей обнаруживали положительные курсовые доходы, а 53% — отрицательные, однако более чем у половины фирм с положительными доходами эти доходы не превышали 5%<sup>17</sup>. Аналогичные соотношения зафиксированы также в других исследованиях.

Признаваемый факт, сводящийся к тому, что поглощения, по-видимому, не приносят выгод фирме-покупателю<sup>18</sup>, ставит под вопрос привычные экономические стимулы M&A. В последнее время в литературе предложены различные подходы, содержащие попытки так или иначе примирить указанный факт с постулатами неоклассической теории фирмы.

## 2. Проблемы «входа» на отраслевой рынок

Почему компания, выступающая на рынке корпоративного контроля в качестве покупателя, чаще всего сталкивается с существенными потерями (обычно со снижением рыночной стоимости)?

Одна из первых работ, связывающих такие потери с особенностями отраслевой структуры и специфическими условиями «входа» на рынок, рассматривает элементарную дуополистическую структуру<sup>19</sup>. Компания, намеренная вторгнуться на рассматриваемый рынок, сталкивается со следующим выбором: она может создать новую (третью) фирму или приобрести одну из функционирующих компаний. В случае существования серьезных барьеров и крупных издержек, требующихся для «входа» на рынок, более выгодным может оказаться приобретение стратегического пакета акций одной из функционирующих компаний со значительной надбавкой к рыночной цене.

Подобные «переплаты» могут на протяжении некоторого времени отрицательно сказываться на рыночном курсе акций компании-покупателя, хотя само поглощение имеет коммерческий смысл. Аргументом (дополнительным) в пользу такого решения может служить то обстоятельство, что сформировавшаяся ранее дуополистическая структура обеспечивает возможности продажи товаров по более высоким ценам по сравнению с ситуацией, когда товар предлагали бы три конкурирующие между собой фирмы.

---

<sup>16</sup> Достаточно сослаться в этой связи на следующие работы: *Andrade G., Mitchell M., Stafford E.* New Evidence and Perspectives on Mergers // *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15. P. 103—120; *Weston F., Chang K., Hoag S.* Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1990; *Gilson R., Black B.* The Law and Finance of Corporate Acquisitions. N.Y.: The Foundation Press, 1995; *Byrd J., Hickman K.* Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence From Tender Offer Bids // *Journal of Financial Economics*. 1992. Vol. 32. P. 195—221; и др.

<sup>17</sup> *You V., Caves R., Smith M., Henry J.* Mergers and Bidder's Wealth: Managerial and Strategic Factors // *The Economics of Strategic Planning* / L.G. Thomas (ed.). Lexington: Lexington Books, 1986.

<sup>18</sup> *Andrade G., Mitchell M., Stafford E.* New Evidence and Perspectives on Mergers // *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15. P. 118.

<sup>19</sup> *McCardle K., Viswanathan S.* The Direct Entry Versus Takeover Decision and Stock Price Performance Around Takeovers // *Journal of Business*. 1994. Vol. 67. P. 1—43.

Указанная теоретическая схема была в дальнейшем существенно модифицирована и обобщена в работе Б. Йовановича и С. Брагинского<sup>20</sup>. Предлагаемая модель в значительно меньшей степени зависит от условий, ранее характеризовавших несовершенную конкуренцию. Авторы вводят в рассмотрение две стратегические переменные, порождающие различия между отдельными фирмами:  $x$ , характеризующую качество управления компанией, и  $z$ , характеризующую качество используемого проекта (может принимать значения 0, что означает «плохой» проект или 1 — «хороший»).

Далее строится игра, в которой предполагается, что каждая компания наделена неким проектом, причем менеджеры могут управлять только одним проектом. В центре внимания авторов оказывается рынок, на котором продаются и покупаются компании с различными значениями характеристик  $x$  и  $z$ . Менеджеры фирм с низкими значениями  $x$ , но обладающие  $z = 1$ , заинтересованы в том, чтобы продать свою компанию (и соответственно свой проект), тогда как менеджеры, обладающие более высокой квалификацией и опытом, то есть сравнительно большим  $x$ , стремятся приобрести ту компанию, которая обладает «хорошим» проектом. Все операции купли-продажи компаний носят добровольный характер, недружественные поглощения в данной модели вообще не рассматриваются.

С точки зрения приверженности постулатам традиционной неоклассической теории особенно примечательной представляется одна из исходных посылок модели. В рамках всех рассуждений авторов самостоятельные решения владельцев акций вообще, по-видимому, не могут играть скольконибудь существенной роли. Собственники лишь получают дивиденды по акциям, а менеджеры, стремясь к увеличению дохода своей компании, по существу действуют в их интересах, не обнаруживая собственных предпочтений. В отличие от моделей, рассматриваемых в последующем изложении, ни «агентские конфликты», ни частные выгоды менеджеров в этой теоретической конструкции вообще не фигурируют.

Важную роль в модели играет экзогенно задаваемое соотношение между «хорошими» и «плохими» проектами; удельный вес «хороших» проектов равен  $\lambda$ . Авторы анализируют вопрос о существовании единственного («разделяющего», *separating*) равновесия и изучают его условия, в частности зависимость этих условий от величины  $\lambda$ . Выбрав в качестве критерия общественного благосостояния объем чистого выпуска, Йованович и Брагинский показывают, что при равновесной аллокации ресурсов достигается наибольший объем чистого выпуска. Иначе говоря, поглощения такого рода не только обеспечивают всем участникам коммерческие выгоды, но при соблюдении некоторых предпосылок, используемых авторами, могут оказаться оптимальными с точки зрения общественного благосостояния.

Размеры дисконта, с которым сталкивается каждая компания-покупатель, положительно зависят от величины  $\lambda$ . Все поглощаемые фирмы присваивают одинаковую премию, равную  $\lambda/(1-\lambda)$ ; ясно, что при меньшей доле «хороших» проектов эта премия окажется выше.

Структуру рассматриваемой теоретической модели отличают строгость и общность, которые, однако, не могут считаться только достоинствами данной концепции. Обратимся, например, к бинарной переменной  $z$ . Она нелегко поддается однозначной содержательной интерпретации: примечательно, что авторы характеризуют указанную переменную и как «качество

<sup>20</sup> Jovanovich B., Braguinsky S. Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers // American Economic Review. 2004. Vol. 94. P. 46—56.

осуществляемого проекта»<sup>21</sup>, и как особо благоприятное географическое местоположение, а также, возможно, и как наличие налаженных клиентских связей или накопление необходимого человеческого капитала<sup>22</sup>, или что-либо еще — очевидно, нетрудно предложить и другие варианты.

Выбор переменной в данном случае напоминает подгонку решения задачи «под ответ». Ведь важно, по существу, лишь следующее обстоятельство: «качество проекта» само по себе или просто обладание некой информацией относительно новой технологии, или даже владение патентом, который открывает правовые возможности применения этой технологии, без квалифицированных специалистов, умеющих ее использовать, не могут обеспечить доступа к указанному качеству  $z$ . Такой доступ может обеспечить лишь приобретение компании, обладающей характеристикой  $z = 1$ . Иначе говоря, вся информация, которую мы могли бы узнать о выборе объектов поглощения, по существу сводится к следующему утверждению: встречаются компании, обладающие некоторым свойством  $z = 1$  (предполагается, что каждый участник может узнать об этом, уплатив определенную сумму); все, что мы можем знать об указанном свойстве — это то, что оно делает компанию, обладающую этими качествами, привлекательным объектом поглощения. Тем самым содержательный анализ реальных мотивов M&A выносится за пределы рассматриваемой теоретической модели<sup>23</sup>.

И все же, на наш взгляд, рассматриваемая теоретическая концепция может вполне успешно использоваться в тех областях, где содержательная интерпретация переменной  $z$  не вызывает особых вопросов, например когда речь идет о сравнительных конкурентных преимуществах, обеспечиваемых инновациями в научно-технической области. Освоение таких инноваций обычно обеспечивается приобретением специализированных компаний, преуспевших на ниве венчурного финансирования, причем именно покупкой перспективной фирмы со всем ее персоналом, а не только приобретением соответствующих патентов, технической документации и др.

Сошлемся в этой связи на следующие факты. В США совокупный капитал, которым располагали венчурные компании, к концу 1980 года исчислялся в 4 млрд, а к концу 2000 года — уже в 373 млрд долл. (расчет по данным *Venture Economics*). Как показывают специальные исследования<sup>24</sup>, на этапе *startup* наибольшие ассигнования венчурные фирмы направляют именно на «развитие человеческих ресурсов». И доступ к новой технологии (к практически важной информации) может иметь наибольший коммерческий смысл в тех случаях, когда приобретается соответствующая компания; квалифицированный персонал этой компании способен обеспечить не только информацию относительно новой техники (технологии), но и отладку таких технологий, инсталлирование соответствующих программ, обеспечить эффективные формы взаимодействия сотрудников и т. д.

Нетрудно видеть, однако, что описанный сценарий предполагает «вход» дополнительного капитала на рынок и поглощение тех компаний, которые осо-

<sup>21</sup> Jovanovich B., Braguinsky S. Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers. P. 47.

<sup>22</sup> Ibid. P. 54.

<sup>23</sup> Отметим, что сами авторы задаются вопросом о том, почему не могут получить распространения рынки, на которых можно было бы приобрести качество  $z$ . Но отвечая на него, они ограничиваются не очень вразумительной ссылкой на существование некоего особого «капитала», представленного коллективом исполнителей (*team capital*). Тем самым мы просто возвращаемся к исходному определению: при  $z = 1$  менеджерам компании-покупателя выгоднее приобрести указанное свойство вместе с обладающей им компанией.

<sup>24</sup> См., например: Hellman T., Puri M. On the Fundamental Role of Venture Capital // Economic Review / Federal Reserve Bank of Atlanta. 2002. Vol. 87. No 4. P. 19—23.

бенно успешно функционируют в динамично развивающихся отраслях<sup>25</sup>. М&А в тех отраслях, которые столкнулись с серьезными трудностями или пришли в состояние упадка, обычно описываются иными теоретическими моделями.

### 3. Формы вывода капитала

В качестве иллюстрации иного теоретического подхода рассмотрим работу Б. Ламбрехта и С. Майерса «Теория поглощений и дезинвестирования»<sup>26</sup>. «Убыточность» поглощений для компании-покупателя в этой работе, как и в большинстве других теоретических моделей, непосредственно связывается с тем, что решение о приобретении какой-либо фирмы принимается на практике не владельцами корпорации (акционерами), а ее высшими управляющими.

В условиях диффузной структуры акционерной собственности реализация прав коллективного владения на практике потребовала бы немалых усилий и издержек. Благодаря этому складываются возможности для «автономных» действий высшего управленческого персонала, максимизирующего свои частные выгоды *S* (*private benefits*) на протяжении последующего периода<sup>27</sup>.

Концепция Ламбрехта и Майерса знаменует существенный шаг в развитии теории поглощений. Авторы справедливо, на наш взгляд, отвергают использование суммарной рыночной капитализации (рыночная стоимость компании-покупателя и фирмы, оказывающейся объектом поглощения) в качестве критерия «создания экономической стоимости». Указанное обстоятельство особенно очевидно в случае вывода капитала — за увеличением рыночной капитализации поглощаемой компании может следовать (при)остановка ее деятельности и последующее уменьшение стоимости финансовых активов у акционеров этой фирмы, а также сокращение ренты и частных выгод у управленческого персонала.

Заметим, что использование рыночной капитализации в качестве критерия создания стоимости опирается на недостаточно реалистичные предположения; согласно одному из них цены финансовых активов могут точно отражать текущие и будущие (фундаментальные) характеристики деятельности обеих компаний. Но даже если исходить из предпосылок информационной эффективности финансовых рынков<sup>28</sup>, то изменение рыночной капитализации после объявления о свершившейся продаже может означать лишь изменение оценок участников рынка по сравнению с их предшеству-

---

<sup>25</sup> Примечательно, что во многих эмпирических исследованиях слияний отмечается: средние темпы роста поглощаемых фирм («фирм-целей»), как правило, существенно превосходят темпы роста компаний, выступающих в качестве покупателей. См., например: *Palepu K. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis // Journal of Accounting and Economics* 1986. Vol. 8. P. 3—35.

<sup>26</sup> *Lambrecht B., Myers S. A Theory of Takeovers and Disinvestment // National Bureau of Economic Research Working Paper. 2005. No 11082.*

<sup>27</sup> В странах континентальной Европы, в которых структура собственности характеризуется значительно меньшей диффузностью, существенную роль могут играть частные выгоды, извлекаемые владельцами стратегического пакета акций. Если попытаться оценить масштабы этих выгод разностью рыночных цен акций при «оптовых» и «розничных» продажах, то выясняется, что премия при продаже крупного блока акций в Италии достигает 37%, а в Германии 10%, тогда как в США и Англии она составляет 2% (*Enriques L., Volpin P. Corporate Governance Reforms in Continental Europe // Journal of Economic Perspectives. 2007. Vol. 21. P. 117—140*). Отсюда и различия в дисконтируемой стоимости потока доходов, приносимых приобретаемой компанией собственникам стратегического пакета акций и остальным («миноритарным») акционерам.

<sup>28</sup> Описание гипотезы эффективности финансовых рынков можно найти, например, в: *Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. М.: Изд-во ГУ—ВШЭ, 2007. С. 207—220.*

ющими ожиданиями. Повседневный опыт свидетельствует о том, насколько неустойчивы подобные смены оценок и как сильно зависят перепады рыночных настроений от многочисленных преходящих влияний.

Авторы с самого начала оговариваются, что их модели отражают лишь один из «идеальных типов» M&A. Речь идет об операциях, направленных на реорганизацию тех компаний, которые сталкиваются с падением спроса, или о сделках с предприятиями, оказавшимися менее конкурентоспособными. Вывод капитала из рассматриваемой отрасли обычно предполагает сокращение персонала и свертывание масштабов производственной деятельности.

Важнейшей движущей силой в данной модели оказываются экзогенные изменения спроса. Б. Ламбрехт и С. Майерс обращаются к теоретическим схемам, привычно используемым при анализе формирования цен на инструменты финансового рынка. Предполагается, что изменение спроса описывается известной формулой геометрического броуновского движения (в непрерывном времени):

$$dx_t = \mu x_t dt + \sigma x_t dz_t,$$

где:  $x_t$  характеризует размеры спроса (в денежном выражении) в расчете на единицу капитала в момент  $t$ ,  $\mu$  представляет собой параметр дрейфа (в указанных моделях, естественно, предполагается  $\mu < 0$ ),  $\sigma$  — стандартное отклонение, отражающее волатильность спроса, а  $z_t$  — переменная, характеризующая винеровский процесс ( $\Delta z_t = \varepsilon \sqrt{\Delta t}$ , где  $\varepsilon$  — случайная переменная, характеризующаяся стандартным нормальным распределением с математическим ожиданием, равным нулю, и стандартным отклонением, равным единице).

В последнее время при анализе поглощений активно применяется методика реальных опционов<sup>29</sup>. Основной принцип анализа достаточно прозрачен: предполагается, что чистый операционный доход компании исчисляется, как  $Kx_t - f$ , где  $K$  характеризует размеры используемого капитала, а  $f$  — постоянные издержки, порождаемые хозяйственной деятельностью компании. В условиях равновесия ожидаемый доход инвестора, включающий получаемые дивиденды и курсовой доход, должен оказаться равным проценту по безрисковому ссудам.

Стоимость фирмы включает сумму дисконтированных доходов последующего периода плюс стоимость опциона, предполагающего закрытие фирмы. Когда спрос достаточно сильно сокращается, более выгодным оказывается альтернативный вариант использования ресурсов, связанный с закрытием соответствующих предприятий и выводом капитала.

Существенная роль в указанной модели отводится рейдерам. Постоянно наблюдая за состоянием финансовых и товарных рынков, они занимают выжидательную позицию до тех пор, пока спрос превышает некоторый критический уровень  $\underline{x}^0$ ; но как только спрос окажется ниже указанного порогового уровня, они сразу же покупают компанию и закрывают ее. В рамках используемых авторами предположений такое решение представляется наилучшим (*first-best*).

Несколько менее эффективным оказывается недружественное поглощение, которое, в соответствии с выкладками авторов, может произойти пре-

<sup>29</sup> Примеры использования модели реальных опционов в финансовой теории можно найти, например, в работе: Childs P., Ott S., Triantis A. Capital Budgeting for Interrelated Projects: A Real Options Approach // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1998. Vol. 33. P. 305—334. В теоретических моделях слияний и поглощений указанный подход разрабатывался, например, в: Lambrecht B. The Timing and Terms of Mergers Motivated de Economies of Scale // Journal of Financial Economics. 2004. Vol. 72. P. 41—62.

ждевременно (когда падение рыночного спроса еще не достигло порогового уровня). Те выкупы долговым финансированием, которые организуют сами менеджеры (*management buyouts*, МВО), в соответствии с предположениями модели, не удовлетворяют указанным условиям оптимальности, поскольку осуществляются слишком поздно, когда уровень рыночного спроса опустится существенно ниже  $x^0$ . Аналогичным образом недружественное поглощение может оказаться ближе к оптимальному варианту, чем обычное добровольное слияние.

Как при осуществлении МВО, так и при других способах поглощения компания-покупатель может прибегнуть к заемному финансированию. Такие поглощения по существу ужесточают требования рыночной дисциплины. В рассматриваемой модели использование заемных средств ускоряет закрытие недостаточно рентабельных предприятий.

К семейству теоретических моделей, описывающих вывод капитала и его реаллокацию в результате слияний, можно отнести, по-видимому, и «*Q*-теорию поглощений»<sup>30</sup>, предложенную в начале 2000-х годов Б. Йовановичем и П. Руссо<sup>31</sup>.

В соответствии с положениями этой концепции в основе М&А лежат прежде всего особенности научно-технического прогресса, периодически порождающего всплески интенсивного инвестиционного спроса. Волны технического обновления в неодинаковой степени распространяются на различные отрасли и компании. Это, в свою очередь, способствует нарастанию различий между фирмами в значениях коэффициента  $q$ .

В рассматриваемой модели предполагается, что если у всех компаний соотношение между стоимостью финансовых и реальных активов характеризуется одним и тем же значением  $q$ , то фирма использует лишь один способ технической реорганизации — прибегает к строительству новых производственных зданий и к закупкам требующихся видов оборудования (нового или ранее использовавшегося). Стимул для М&А в такой ситуации будет просто отсутствовать. Но как только различия в значениях коэффициента  $q$  между отдельными компаниями нарастают, появляется и другой способ технической реорганизации — М&А. Существенно, что последние обеспечивают возможности повышения совокупной эффективности благодаря рекомбинации элементов реального капитала.

Результаты исследования Ж. Андраде, М. Митчелла и Э. Стаффорда могут свидетельствовать о том, что в США с 1973 по 1998 год более чем в  $2/3$  попавших в выборку случаев М&А структура капитала у фирмы-покупателя характеризовалась более высоким значением коэффициента  $q$ , чем у поглощаемой компании<sup>32</sup>. При этом особенно существенно, что в соответствии с постулатами неоклассической теории более высокая рыночная оценка реального капитала фирмы должна служить свидетельством более эффективного использования этого капитала. Вопрос о дисциплинирующей роли поглощений рассматривается ниже; здесь же отметим лишь, что указанные данные, по-видимому, соответствуют предположению, согласно которому М&А сопровождаются такой реаллокацией ресурсов, которая обеспечивает более эффективное их использование. Строго говоря, рекомбинация элемен-

<sup>30</sup> Коэффициент  $q$ , введенный в научный оборот Дж. Тобиным, характеризует соотношение между рыночной стоимостью фирмы и восстановительной стоимостью ее реального капитала.

<sup>31</sup> Jovanovich B., Rousseau P. The Q-Theory of Mergers // American Economic Review. 2002. Vol. 92. P. 198–204.

<sup>32</sup> Andrade G., Mitchell M., Stafford E. New Evidence and Perspectives on Mergers // Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. P. 103–120.

тов реального капитала может осуществляться и с помощью купли-продажи использованного оборудования.

Йованович и Руссо рассматривают M&A, с одной стороны, и приобретение использованного капитала, с другой, как два равноправных способа инвестирования. Расходы на те и другие цели меняются более или менее синхронно: коэффициент корреляции между ними на протяжении 1975—2000 годов в США составлял 0,45. Параллельный рост обеих форм капиталовложений может свидетельствовать об интенсивной рекомбинации элементов реального капитала в ходе инвестиционного бума. Явное преобладание в потоке инвестиций M&A авторы склонны объяснять тем, что покупка действующей компании позволяет обеспечить экономию на издержках приспособления (*adjustments costs*) при освоении незнакомого технологического процесса. Представляют интерес и результаты эконометрического анализа более длительных тенденций. Йованович и Руссо рассмотрели зависимость между масштабами поглощений (долей общей стоимости поглощаемых компаний в совокупной рыночной капитализации) и стандартным отклонением, характеризующим различия в значениях коэффициента  $q$  у отдельных фирм. Выделение трендов с конца XIX века осуществлялось в соответствии с методикой («фильтрами») Ходрика—Прескотта. Расчеты авторов демонстрируют достаточно тесную корреляцию между этими показателями: коэффициент корреляции на протяжении периода свыше ста лет составил 0,64<sup>33</sup>.

Развитие рынка корпоративного контроля существенно модифицировало формы использования не только реального капитала, но и того «организационного капитала», который принадлежит компаниям, проигрывающим в конкурентном соперничестве. В прежних условиях некоторая часть производственного капитала после объявления банкротства фирмы могла поступить в продажу в составе конкурсной массы активов. При этом покупателю неизбежно приходилось осуществлять немалые расходы по переналадке и освоению этой техники (и технологий), а также искать более эффективные формы организации производственного процесса. M&A позволяют сберечь ту часть накопленного «организационного капитала», которая может соответствовать новым рыночным условиям. Это соображение во многих случаях может оказываться столь существенным, что, как свидетельствуют факты, компания-покупатель готова принять на себя бремя той задолженности, которую накопила поглощаемая фирма.

Вместе с тем рынок корпоративного контроля, как отмечалось выше, не только представляет собой арену, но и обеспечивает механизмы реаллокации ресурсов, выводя в ходе поглощений капитал из тех видов деятельности, в которых он недостаточно эффективно используется. При возникновении реальной угрозы банкротства, а также в случаях, когда частная компания принимает решения о своей (добровольной) ликвидации, находятся другие фирмы, которые обнаруживают активный интерес, рассматривая возможности приобретения стратегического пакета ее акций<sup>34</sup>.

<sup>33</sup> Jovanovich B., Rousseau P. The Q-Theory of Mergers.

<sup>34</sup> Одно из эмпирических исследований, специально посвященное указанной проблеме, показало: по акциям 80% американских компаний, объявивших о своей добровольной ликвидации, через месяц после официальной декларации были зафиксированы избыточные курсовые доходы, составлявшие 13,6%. На протяжении двух лет после провозглашения планов добровольной ликвидации примерно половина всех этих компаний стала объектом поглощения (Owers J., Rogers R. Divestiture of Real Estate Assets by Sell-off // Journal of Financial Economics. 1987. Vol. 18. P. 175—184).

В ходе изучения теоретических моделей, описывающих реаллокацию ресурсов в результате М&А, выявляются и некоторые более общие проблемы. Так, большинство технико-технологических решений в каждой компании обычно принимается профессиональными менеджерами, квалификация и опыт которых, по-видимому, позволяют обеспечить приемлемые результаты.

Существуют, однако, вопросы, выходящие далеко за пределы интересов и компетенции отдельных менеджеров; когда необходимую координацию должны обеспечивать рыночные механизмы принуждения. Известно, например, что стратегия большинства крупных корпораций характеризуется определенной консервативностью, инертностью. В данном контексте проблема «принципал—агент» характеризуется, в частности, тем, что владельцы активов (акционеры), как правило, питают гораздо меньшую привязанность к существующим формам использования капитала фирмы, чем высший управляющий персонал, для которого закрытие предприятия практически означает лишение множества частных выгод<sup>35</sup>. Поэтому при прочих равных условиях трудно ожидать решения высших менеджеров о добровольном закрытии частной компании; гораздо чаще подобная фирма становится объектом недружественного поглощения. Результаты эмпирических исследований свидетельствуют о том, что поглощения часто носят недружественный характер из-за сопротивления со стороны менеджеров<sup>36</sup>.

Подобная инерционность в функционировании компаний может также существенно тормозить распространение инновационных процессов. Моральное устаревание традиционно используемых технологий и прежних продуктов (особенно при экономической поддержке этих компаний государством) на практике оказывается одной из важнейших форм неоптимальной аллокации ресурсов в современной экономике<sup>37</sup>.

Роль рыночных требований, связанных с обновлением производственных процессов и своевременным выводом капитала, особенно очевидна в новых, сравнительно более динамичных отраслях, таких как информационные технологии, разработка компьютерных программ, телекоммуникации, мобильная связь и др. Именно в этих отраслях, а также в кредитно-финансовой сфере наблюдалась в последнее время в США наиболее мощная волна М&А. Тем самым именно функционирование финансовых рынков оказывается по существу одной из главных движущих сил обновления технической базы и вывода ресурсов из сферы менее эффективного их использования.

#### 4. «Съесть или оказаться съеденным»

Еще одна теоретическая трактовка слияний предлагается в работе «Съесть или оказаться съеденным. Теория слияний и волн слияний»<sup>38</sup>. Как и авторы

<sup>35</sup> К тому же эти менеджеры могут обладать достаточно специализированным «человеческим капиталом» (квалификацией и опытом), не позволяющим эффективно управлять другими видами хозяйственной деятельности.

<sup>36</sup> *Lambrecht B.* The Timing and Terms of Mergers Motivated de Economies of Scale // *Journal of Financial Economics*. 2004. Vol. 72. P. 58.

<sup>37</sup> Современная теория фирмы приходит к выводу, что появление радикальных инноваций, принципиально новых научно-технических разработок менее вероятно в устоявшейся крупной корпорации. См., например: *Holmstrom B.* Agency Costs and Innovation // *Journal of Economic Behavior and Organization*. 1989. Vol. 12; *Holmstrom B., Milgrom P.* The Firm As an Incentive System // *American Economic Review*. 1994. Vol. 84. P. 972—991.

<sup>38</sup> *Gorton G., Kahl M., Rosen R.* Eat Or Be Eaten: A Theory of Mergers And Merger Waves // *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 2005. No 11364.

рассматривавшихся выше теоретических концепций, Г. Гортон, М. Калья и Р. Розен связывают слияния прежде всего с корыстными интересами и действиями высших менеджеров.

В основе указанной концепции лежит факт, зафиксированный в большинстве эмпирических исследований: наиболее частым (хотя, разумеется, не повсеместным) результатом успешных М&А оказывается отстранение от управления прежней команды менеджеров<sup>39</sup>. Увольнение управляющих, как свидетельствуют специальные обследования, обычно наносит определенный ущерб их репутации, снижая вероятность приглашения этих менеджеров на аналогичные (или «лучшие») должности. Поэтому именно высший управленческий персонал предпринимает более чем значительные усилия в стремлении оградить свою компанию от опасности поглощения.

Другой «стилизованнный факт», отражающий результаты многочисленных исследований, сводится к тому, что угроза поглощения, как правило, исходит от более крупной корпорации. Средняя величина компании-покупателя почти всегда превосходит размеры поглощаемой компании<sup>40</sup>.

В рассматриваемой теоретической модели предполагается, что в силу финансовых и других ограничений компании меньшего размера не могут поглотить более крупную корпорацию. По мере увеличения размеров корпорации уменьшается вероятность ее успешного поглощения; подобные результаты были неоднократно зафиксированы в эмпирических исследованиях М&А<sup>41</sup>.

Из указанных постулатов можно без труда вывести стержневой мотив указанной концепции. Обострение конкурентного соперничества на рынке корпоративного контроля влечет за собой все более интенсивные усилия топ-менеджеров, направленные на приобретение сравнительно меньших компаний. Подобные поглощения продиктованы оборонительными мотивами: менеджеры стремятся «поглотить для того, чтобы не оказаться поглощенными»<sup>42</sup>.

Вместе с тем в работе Гортон, Калья и Розена предполагается, что владельцы акций поглощаемой (меньшей) компании оказываются заинтересованными в сделке, поскольку могут продать с большой премией свои акции. Поэтому задачей фирмы, прибегающей к защитному поглощению, оказывается разработка такой схемы выкупа, которая сохраняла бы хоть некоторые

<sup>39</sup> См., например: *Morck R., Shleifer A., Vishny R. Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers // Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Chicago: University of Chicago Press, 1988. P. 101—129; Franks J., Mayer C. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics. 1996. Vol. 40. P. 163—181.* В более позднем исследовании приводится следующая статистика: в США на протяжении 1979—1998 годов после осуществившейся в результате недружественных поглощений смены собственника в трех случаях из пяти новые владельцы увольняли прежнего исполнительного директора компании, CEO (*Kini O., Kracaw W., Mian S. The Nature of Discipline By Corporate Takeovers // Journal of Finance. 2004. Vol. 59. P. 1511—1552*). Более подробно эти вопросы рассматриваются ниже.

<sup>40</sup> Приведем некоторые конкретные данные из результатов исследования, охватывавшего более трех тысяч слияний. В 1995 году средний размер компании-покупателя составлял 2382 млн долл., а средняя величина поглощаемой фирмы — 158 млн долл. 1996 году соответственно — 2850 и 125 млн долл., в 1997 году — 4310 и 165 млн долл., в 1998 году — 6811 и 344 млн долл., в 1999 году — 11 518 и 614 млн долл., в 2000 году — 16 639 и 637 млн долл. (*Fuller K., Netter J., Stegemoller M. What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions // Journal of Finance. 2002. Vol. 57. P. 1763—1794*).

<sup>41</sup> *Palepu K. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis // Journal of Accounting and Economics. 1986. Vol. 8. P. 3—35; Hasbrouck J. The Characteristics of Takeover Targets, Q and Other Measures // Journal of Banking and Finance. 1985. Vol. 9. P. 351—362.*

<sup>42</sup> В отличие от других концепций слияний (например, от теории усиления олигополистического господства, *merging for oligopoly* — см.: *Stigler G. Monopoly and Oligopoly by Merger // American Economic Review. 1950. Vol. 40. No 2. P. 68—96*) в указанной модели рассматриваются не только горизонтальные, но также и все прочие слияния.

частные выгоды, ранее присваивавшиеся высшими менеджерами приобретаемой компании.

Укрупнение некоторых компаний неизбежно увеличивает опасность поглощения для остальных фирм, побуждая их, в свою очередь, к защитным слияниям. Тем самым экстерналии, присущие подобным методам защиты, закладывают основы для развития кумулятивных процессов и формирования очередной «волны слияний».

В рассмотренной концепции можно обнаружить отражение резкого обострения борьбы за передел сложившейся к началу 1980-х годов в США структуры акционерной собственности. Ведь вплоть до конца 1970-х годов опасность поглощения практически не угрожала крупнейшим корпорациям, находящимся, скажем, в верхних строках списка 500 компаний, публикуемого журналом *Fortune*. В 1980-х годах каждая вторая крупная американская корпорация получила предложение о покупке<sup>43</sup>. Даже одна из крупнейших мировых компаний *Exxon* в первой половине 1980-х годов должна была приступить к скупке своих акций.

Угроза со стороны крупнейших промышленно-финансовых корпораций, а также рыночных рейдеров, таких как К. Айкен, Б. Пиккенс или Д. Мэрдок, на протяжении последних десятилетий остро ощущалась почти каждой американской компанией. В эту сферу быстро втягивались огромные массы капитала: в выкупах, опиравшихся на привлечение заемных средств, более  $\frac{4}{5}$  использовавшихся денежных ресурсов удавалось мобилизовать с помощью финансового рынка, а суммы, привлекавшиеся таким образом, в отдельных сделках исчислялись миллиардами долларов.

В подобной ситуации интересы высшего эшелона менеджеров диктуют существенные изменения в стратегии управления компанией. Очень грубо их можно было бы сформулировать следующим образом: теперь увеличение масштабов компании стало рассматриваться как более действенная форма защиты от поглощения, чем повышение эффективности производства.

Выбор компании, которая должна стать объектом поглощения, естественно, в большой мере зависит от рыночной цены ее акций. И в этом вопросе концепция поглощений, выдвинутая Гортоном, Калем и Розеном, смыкается с теориями, связывающими М&А с «перекосами» в рыночном формировании цен на различные виды финансовых активов. Теоретическую модель такого рода, широко использующую предпосылки «поведенческих финансов»<sup>44</sup>, предложили А. Шляйфер и Р. Вишни<sup>45</sup>. В случае поглощений «стратегические» интересы менеджеров могут сочетаться с «тактическими» соображениями — с расчетами на дополнительный доход, приносимый арбитражными операциями. Результаты ряда эмпирических исследований, по-видимому, согласуются с указанными гипотезами<sup>46</sup>.

Более того, даже при достаточно строгом соблюдении предпосылок относительно информационной эффективности финансового рынка удается

<sup>43</sup> Mitchell M., Mulherin H. The Impact of Industry Shocks on Takeover And Restructuring Activity // Journal of Financial Economics. 1996. Vol. 41. P. 193—229.

<sup>44</sup> Теоретические основы формирования цен на фондовые активы с позиций «поведенческих финансов» изложены, например, в: *Shefrin H. A Behavioral Approach to Asset Pricing*. L.: Elsevier Academic Press, 2005.

<sup>45</sup> Shleifer A., Vishny R. Stock Market Driven Acquisitions // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 70. P. 295—311.

<sup>46</sup> См.: *Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., Teoh S.H. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?* / Ohio State University. 2003; *Ang J., Cheng Y. Direct Evidence on the Market-Driven Acquisitions Theory* / Florida State University. 2003.

построить теоретическую модель, в которой взлет рыночных цен на финансовые активы в условиях биржевого бума может, в свою очередь, породить новую волну слияний<sup>47</sup>. В одном из новых интересных эконометрических исследований прослеживается связь между волнами M&A, с одной стороны, и изменениями хозяйственной активности, отражающими общее движение делового цикла, с другой<sup>48</sup>.

Анализ изменения цен на фондовые активы под влиянием поглощений может свидетельствовать о том, что курсовые доходы начинают расти примерно за год до объявления о слиянии. Но основной рост приходится на последние 2—3 месяца (по данным о 86 случаях слияний, рассматривались котировки на Нью-Йоркской фондовой бирже)<sup>49</sup>. Спекулятивная активность способствует существенному взвинчиванию рыночных курсов акций в последние дни перед совершением сделки. В соответствии с результатами исследования Д. Эсквита за 10 дней до объявления о продаже акции в системе NASDAQ избыточные курсовые доходы составили 19,0%, а за один день — 10,7%<sup>50</sup>.

Рассмотрим несколько более подробно основной аналитический аппарат теоретической модели Гортон, Каля и Розена. Предположим, что на рынке функционируют три компании с активами соответственно C1, C2 и C3. Упорядочим их следующим образом:  $C1 > C2 > C3$ , причем  $C2 + C3 > C1$ . Понятно, что топ-менеджеры компании 2 (при перечисленных выше предположениях) могут выбирать между приобретением компании 3 или прямой угрозой поглощения, исходящей от компании 1. Существенное влияние на их планы оказывают ожидания рыночной конъюнктуры в последующий период. При рассмотрении условий рыночного равновесия выясняются элементарные соотношения сравнительной статистики: у высших управляющих компании 2 стимулы к приобретению компании 3, то есть их предполагаемые частные выгоды, будут уменьшаться при неблагоприятных ожиданиях (при снижении вероятности рыночного бума) и усиливаться при увеличении C2 и C3.

Мотивы слияний могут определяться не только частными выгодами. В ряде случаев топ-менеджеры владеют значительным количеством акций своей фирмы. Тогда может оказаться, что они заинтересованы не столько в защитных, сколько в «рентабельных» слияниях<sup>51</sup>. В развивающихся странах концентрация голосующих акций может иметь дополнительные последствия. Как показывают эмпирические исследования, охватывающие Индию, Индонезию,

<sup>47</sup> Rhodes-Kropf M., Viswanathan S. Market Valuation and Merger Waves // Journal of Finance. 2004. Vol. 59. P. 2685—2718. Признавая справедливость указанных соображений, Г.Гортон и его соавторы оговаривают, что они не рассматривают роли ценовых факторов как особой движущей силы, способствующей распространению защитных поглощений.

<sup>48</sup> Maksimovic V., Philips G. The Market For Corporate Assets. Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains? // Journal of Finance. 2001. Vol. 56. P. 2019—2065. Рассматриваемые циклические характеристики могут обнаруживаться в различных формах — в проциклических колебаниях характеристик интенсивности слияний и поглощений и вместе с тем в «противофазном» движении премий, получаемых владельцами акций поглощаемых компаний. См.: Nathan K., O'Keefe T. The Rise In Takeover Premiums: An Exploratory Study // Journal of Financial Economics. 1989. Vol. 23. P. 101—120 и др.

<sup>49</sup> Madden G. Potential Corporate Takeovers and Market Efficiency: A Note // Journal of Finance. 1981. Vol. 36. P. 1191—1197.

<sup>50</sup> Asquit D. Evidence on Theories of Volume, Bid-Ask Spreads, and Return Premia Along NASDAQ Targets of Tender Offer Bids. Los Angeles: University of California, 1988.

<sup>51</sup> Результаты некоторых эмпирических исследований могут свидетельствовать о наличии статистически значимой корреляционной зависимости между решениями менеджеров фирмы-покупателя о «неубыточных» слияниях и удельным весом менеджеров в акционерной собственности этих корпораций (Lewellen W., Loderer C., Rosenfeld A. Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms // Journal of Accounting and Economics. 1985. Vol. 7. P. 209—231).

Южную Корею, Малайзию и некоторые другие страны, при доле менеджеров в 10—30% от общего числа обыкновенных (голосующих) акций может существенно увеличиваться вероятность агрессивных действий со стороны высших управляющих и экспроприации миноритарных акционеров, иначе говоря — вероятность «захвата» управляющими собственной компании<sup>52</sup>.

В последнее время все больше сомнений высказывается и по поводу тезиса о повсеместной «нерентабельности» слияний с точки зрения корпораций-покупателей. В начале 2000-х годов в США был опубликован ряд обстоятельных эмпирических работ, изучавших распределение выгод и убытков при разных типах<sup>53</sup>. Указанные эконометрические исследования, использовавшие группировки по размерам компаний, показали, что вывод об отрицательных доходах при покупке частных компаний, по-видимому, должен распространяться отнюдь не на все фирмы, выступающие в качестве покупателей, а в лучшем случае лишь на более крупные корпорации. Среди сравнительно меньших фирм чаще встречаются покупатели, реализующие вполне ощутимый положительный доход. В целом с 1980 по 2001 год M&A принесли мелким фирмам-покупателям доход в 8 млрд долл., тогда как акционеры крупных фирм-покупателей, в соответствии с указанными расчетами, понесли убытки в 226 млрд долл.

Результаты эмпирического анализа побуждают авторов к использованию более гибких предпосылок при построении теоретических моделей. В модели Гортона, Каля и Розена наряду с убыточными рассматриваются также слияния, вполне рентабельные, с точки зрения компании-покупателя. Более того, особо выделены ситуации, когда мелкие и средние фирмы просто не могут защитить себя с помощью слияний: в приводившемся выше примере достаточно предположить, что  $C2+C3$  намного меньше, чем  $C1$ . Ясно, что в подобных случаях «защитный» мотив слияний исчезает: мелкие и средние компании станут приобретать другие фирмы тогда и только тогда, когда намечаемые сделки будут приносить достаточно большой доход. Аналогичные соображения могут относиться и к размерам приобретаемых фирм. Результаты эмпирических исследований свидетельствуют, что приобретение сравнительно более крупных корпораций приносит фирме-покупателю меньшие доходы, а чаще — даже убытки.

Теоретическая интерпретация подобной зависимости в указанной модели вполне очевидна: приобретение крупной фирмы чаще может обеспечить крупным менеджерам компании-покупателя защиту от угрозы поглощения. Что же касается более мелких фирм, корпорация прибегает к их покупке лишь тогда, когда это может благоприятно сказаться на ее рентабельности. Привлекательные черты рассмотренной модели в немалой степени связаны с простотой, чтобы не сказать с элементарностью, исходных посылок. Но именно эти качества, по-видимому, очерчивают и границы релевантности рассматриваемой теоретической модели.

Так, исходя из упоминавшейся логики при заданном исходном множестве компаний их общее число должно монотонно уменьшаться, вместе с тем

---

<sup>52</sup> *Lins K., Servaes H.* Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets? // *Financial Management*. 2002. Vol. 31. P. 5—31.

<sup>53</sup> *Fuller K., Netter J., Stegemoller M.* What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions // *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. P. 1763—1794; *Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., Teoh S.H.* Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?; *Moeller S., Schlingemann F., Stulz R.* Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns In the Recent Merger Wave // *NBER Working Paper*. 2004. No 10200; *Moeller S., Schlingemann F., Stulz R.* Do Acquirers With More Uncertain Growth Prospects Gain Less From Acquisitions? // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 73.

должна неуклонно повышаться степень концентрации собственности и консолидации бизнеса. Хорошо известно, однако, что на смену конгломератным M&A 1970-х — первой половины 1980-х годов пришла волна продаж (*sell-offs*) и дивестиций. К концу 1980-х годов, по подсчетам исследователей, примерно 44% ранее купленных компаний оказались проданными прежними покупателями<sup>54</sup>. Нетрудно умножить число подобных примеров.

Логика защитных поглощений, предлагаемая Гортоном, Калем и Розеном, для многих рынков оказывается явно недостаточной. В обостряющейся конкурентной борьбе наряду с размерами компании все более важную роль играют и другие ее характеристики (наличие производственной и/или финансовой синергии, направление свободных потоков денежных средств, перспективы развития финансовых и товарных рынков и др.). На протяжении 1990-х — начала 2000-х годов получила развитие тенденция к фокусированию хозяйственной деятельности сильно диверсифицированных компаний. Вместе с тем были зафиксированы новые рекордные поглощения в сферах высоких технологий и наиболее динамичных отраслях — телекоммуникаций, ракетно-космической и фармацевтической промышленности, в промышленности информационных технологий и т. д.<sup>55</sup> Рассмотренная теоретическая модель оказывается явно недостаточной для описания разнонаправленных процессов нового инвестирования (поглощений) и дивестиций, продаж на современном рынке корпоративного контроля.

При этом в некоторых отраслях мотивы защитных поглощений, несомненно, могут играть достаточно существенную роль. К числу таких отраслей можно отнести, например, банковский бизнес. На протяжении последних десятилетий защитные поглощения в банковской сфере США характеризовались особенно большими премиями, которые получали в ходе выкупа владельцы акций поглощаемых банков<sup>56</sup>.

## 5. «Дисциплинирующая» роль поглощений?

Рассмотрим в завершение несколько более общие аспекты проблемы M&A. Ссылка на размах, который приобрели на протяжении последних десятилетий процессы M&A, в теоретической литературе обычно используется как свидетельство действенности традиционной неоклассической парадигмы. В соответствии с предположениями неоклассической теории меняются лишь детали: если раньше частную фирму, систематически нарушавшую условия оптимального функционирования, должно было неизбежно постигнуть банкротство, то теперь ее обычно ожидает слияние или поглощение. Последние, по существу, должны представлять собой в некотором смысле «суд последней инстанции»<sup>57</sup>. Нетрудно видеть, что подобные теоретические представления критически зависят от некоторых, не всегда достаточно реалистичных предпосылок, в частности от предположений относительно различных «совершенств» финансовых и товарных рынков. Перечислим лишь некоторые из

<sup>54</sup> Kaplan S., Weisbach M. The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures // National Bureau of Economic Research Working Paper. 1992. No 3484.

<sup>55</sup> Более подробно эти вопросы рассматриваются в: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Шмелева Н.А. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе.

<sup>56</sup> Louis H. The Cost of Using Bank Mergers As Defensive Mechanisms Against Takeover Threats // Journal of Business. 2004. Vol. 77. P. 295—310.

<sup>57</sup> Jensen M. Takeovers: Their Causes and Consequences // Journal of Economic Perspectives. 1988. Vol. 2. P. 21—48; Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems // Journal of Finance. 1993. Vol. 48. P. 831—880.

них — речь идет об информационной эффективности рынков, в частности об их способности обеспечить достоверную информацию по поводу эффективности хозяйственных операций той или иной компании, о повсеместном распространении акционерной формы организации и диффузной структуре владения акциями, о пренебрежимо малых издержках сбора и обработки информации, о не слишком высоких трансакционных издержках и т. п.

Последняя волна слияний вызвала новый всплеск интереса к вопросу о том, в какой мере M&A способствуют исполнению требований рыночной дисциплины<sup>58</sup>.

Вопрос этот представляется особенно актуальным в связи с тем, что в операциях на рынке финансовых активов все чаще стали обнаруживаться признаки не только «обратного отбора» (*adverse selection*) активов, но и прямого мошенничества в сфере отчетности и операций с ценными бумагами<sup>59</sup>. Последние десятилетия, пожалуй, с особой наглядностью продемонстрировали, насколько причудливо «дисциплинарно-санитарные» характеристики поглощений могут переплетаться с чисто спекулятивными мотивами сделок, осуществляемых на финансовых рынках<sup>60</sup>.

Переходя к оценке реальной роли M&A, сразу же отметим, что ряд секторов современной экономики, например государственный сектор, семейный бизнес и др., обладают иммунитетом и просто выпадают из сферы регулирования, осуществляемого рынком корпоративного контроля. Так, семейный бизнес, роль которого особенно велика в ряде государств континентальной Европы (Италия и др.), не сталкивается со многими проблемами, порождаемыми отделением акционерной собственности от контроля. Реальный контроль чаще всего осуществляется самими «принципалами — владельцами семейных фирм».

В начале 2000-х годов были опубликованы работы, содержащие сравнительный анализ результатов функционирования акционерных компаний и семейного бизнеса. В США в последние десятилетия коэффициент  $q$  у семейных фирм в среднем оказывался выше, чем у крупных акционерных компаний<sup>61</sup>. Исследователи, сравнивавшие по тому же критерию  $q$  деятельность западноевропейских семейных фирм с крупными акционерными компаниями Европы, обнаружили сходные результаты<sup>62</sup>. Как отмечалось выше, использование коэффициента  $q$  в качестве критерия эффективности хозяйственных операций может вызывать немало вопросов; кроме того, безусловно, требует учета специфика сравниваемых отраслей (ведь семейные фирмы получили особое распространение в сфере услуг). Поэтому представляется необходимым

---

<sup>58</sup> Franks J., Mayer C., Renneboog L. Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies? // Journal of Financial Intermediation. 2001. Vol. 10. P. 209—248; Andrade G., Stafford E. Investigating the Economic Role of Mergers // Journal of Corporate Finance. 2004. Vol. 10. P. 1—36; Harford J. What Drives Merger Waves? // Journal of Financial Economics. 2005. Vol. 73.

<sup>59</sup> Dyck A., Morse A., Zingales L. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? 2006. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=891482.

<sup>60</sup> Еще в работе К. Холдернесса и Д. Шиэна было показано, как спекулятивные операции крупнейшей американских рейдеров одновременно способствовали реализации требований рыночной дисциплины. В 90% случаев решение рейдеров относительно приобретения компании еще до совершения сделки сопровождалось повышением рыночной оценки поглощаемой фирмы. Господствовавшие на рынке ожидания «наведения порядка» в приобретенных компаниях и последующей перепродажи более эффективно функционирующих реальных и финансовых активов обеспечивали рейдерам достаточно высокие доходы (Holderness C., Sheehan D. Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors // Journal of Financial Economics. 1985. Vol. 14. P. 555—579).

<sup>61</sup> Anderson R., Reeb D. Founding Family Ownership and Firm Performance // Journal of Finance. 2003. Vol. 58. P. 1301—1328.

<sup>62</sup> Barontini R., Caprio L. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe // EGGI Finance Working Paper. 2005. No 88.

уточнить полученные результаты, а возможно, и саму поставленную задачу (в какой мере имеет смысл сопоставление эффективности компании *Ford* с ее филиалами, разбросанными по всему земному шару, и маленькой семейной лавочки, торгующей овощами?). Тем не менее при заданной методике можно полагать, что не существует большого разрыва в уровнях эффективности семейного бизнеса и крупной акционерной компании.

Обратимся теперь к некоторым результатам регулирования, осуществляемого рынком корпоративного контроля. В этой связи вызывают интерес результаты обстоятельного и серьезного исследования «Природа дисциплины, обеспечиваемой корпоративными поглощениями»<sup>63</sup>. В указанной работе использовалось несколько выборок; окончательная «рабочая выборка» включает 279 поглощений, имевших место в американской экономике с 1979 по 1998 год.

Авторы использовали несколько различных показателей, характеризующих эффективность коммерческой деятельности поглощаемой фирмы. В результате им удалось обнаружить следующую зависимость: в случаях, когда те или иные показатели характеризовали ухудшение качества управления поглощаемой компанией, после поглощения чаще всего имела место смена ее исполнительного директора (СЕО). Эта зависимость при разных подсчетах неизменно оставалась статистически существенной. Таким образом, при всех прихотливых поворотах конъюнктуры, наблюдаемой на финансовых рынках, М&А все же, по-видимому, продолжают служить средством рыночной дисциплины (в корпоративных поглощениях, как выражаются авторы указанного исследования, присутствует «дисциплинарный мотив»). Налицо определенная «санитарная» роль поглощений в современной экономике.

Более того, объектом недружественных поглощений (захватов) особенно часто оказывались те компании, которые обнаруживали более низкие показатели эффективности. Иными словами, менее эффективным компаниям намного чаще приходилось напрямую сталкиваться с действием механизмов рыночного принуждения.

Косвенным свидетельством дисциплинарной роли поглощений может служить также «недостаточный», по расчетному критерию, рост рыночного курса акций (*underperformance*) поглощаемых корпораций. Другим косвенным свидетельством в пользу рассматриваемой гипотезы могут служить расчеты, свидетельствующие о том, что корпорации-покупателю, как правило, удается более эффективно, чем поглощенной фирме, использовать приобретенные производственные мощности и другие активы.

Приводимые результаты исследования, разумеется, не означают, что любые поглощения (любые недружественные поглощения) обеспечивают более эффективную аллокацию ресурсов. Соображения эффективности — лишь один из движущих мотивов. Во многих случаях М&А могут диктоваться совсем иными соображениями и подчас могут способствовать не повышению, а снижению эффективности. Известны, например, многочисленные недружественные поглощения, осуществлявшиеся менеджерами крупнейших корпораций и направленные на расширение их «хозяйственных империй» (что нередко способствует формированию «рыхлых конгломератов»).

Кроме того, особого исследования заслуживает вопрос о том, в течение какого времени должны накапливаться проявления хозяйственной неэффективности, прежде чем грянет недружественное поглощение. Статистический анализ рыночных курсов ценных бумаг, ранее выпущенных поглощенными

<sup>63</sup> *Kini O., Kracaw W., Mian S. The Nature of Discipline By Corporate Takeovers // Journal of Finance. 2004. Vol. 59. P. 1511—1552.*

компаниями, может свидетельствовать о том, что принудительное поглощение во многих случаях следовало лишь спустя значительное время после того, как обнаружилась неэффективность указанной фирмы. Так, в одном из серьезных статистических исследований, охватывающих более двух тысяч выкупов фирм в США на протяжении семидесятилетнего периода (1926—1976 годы), отмечается примечательная тенденция: статистически существенные связи между проявлениями недостаточной эффективности компаний и дисциплинарными поглощениями наблюдаются на длительных периодах, например на промежутках времени в пять и более лет<sup>64</sup>. К тому же без ответа остается вопрос о том, в какой мере сравнительно низкий курс акций является следствием недостаточной рентабельности фирмы, а не порожден особенностями функционирования самого финансового рынка, его отклонениями от информационно-эффективной модели.

Данные эмпирических исследований могут свидетельствовать наряду с этим и о существенных изменениях в самих формах рыночного регулирования. О. Кини, У. Крэкоу и Ш. Миэн делят изучаемый ими период на два десятилетних подпериода: 1979—1988 и 1989—1998 годы. На протяжении первого из них рынок гораздо более интенсивно использовал принудительные дисциплинарные механизмы, в частности недружественные поглощения. Вопрос об уменьшении роли недружественных поглощений во втором подпериоде достаточно сложен, анализ указанной проблемы выходит далеко за пределы данной работы<sup>65</sup>. Отметим лишь, что приводившиеся результаты эмпирических исследований, по-видимому, согласуются с гипотезой, исходящей из того, что на разных этапах экономического развития и на различных стадиях хозяйственного цикла может меняться соотношение между отдельными формами рыночного регулирования.

В 1990-х и начале 2000-х годов сравнительно большую роль, по-видимому, стали играть некоторые «внутренние» механизмы корпоративного управления: в советах директоров увеличилась роль независимых директоров, возросла активность институциональных инвесторов, часто владеющих блокирующим пакетом акций, более действенными оказались стимулирующие вознаграждения высших менеджеров. Вместе с тем не вызывает сомнений, что ослабление роли недружественных поглощений в немалой степени связано и с широким распространением множества различных способов защиты от захватов — «отравленные пилюли», «золотые парашюты», целевой обратный выкуп (*greenmail*) и др.

## 6. Мотивы компании — цели

В большинстве перечисленных выше концепций изучается стратегия фирм-покупателей, как правило выступающих в роли активной движущей силы M&A. Вместе с тем особого рассмотрения заслуживает вопрос о том, в каких случаях руководство приобретаемых компаний соглашается принять условия покупателей. Ведь среди компаний-«целей» при поглощении во многих случаях фигурируют преуспевающие корпорации.

Указанные проблемы подробно изучаются «поведенческой» теорией корпоративных финансов, получившей особенно широкое распространение на протяжении последних десятилетий. «Поведенческая» версия финансовой теории обычно связывается с некоторыми важными наблюдениями, при-

<sup>64</sup> Agrawal A., Jaffe J. Do Takeover Targets Underperform? Evidence From Operating and Sock Returns // *Nyt Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2003. Vol. 38. P. 721—746.

<sup>65</sup> Kini O., Kracaw W., Mian S. The Nature of Discipline By Corporate Takovers.

веденными в ряде работ А.Тверски и Д. Канемана<sup>66</sup> (последний из авторов несколько лет назад был удостоен Нобелевской премии по экономике). В 2008 году в журнале Гарвардского университета была опубликована работа О. Харта и Дж. Мура, в которой акцентируется роль контрактов как неких «референтных точек» (*reference points*), влияющих на поведение различных хозяйственных субъектов<sup>67</sup>. Указанная статья вызвала заметный интерес в академических кругах. Вслед за ее публикацией в конце прошлого года вышло в свет исследование М. Бейкера, Кс. Пэна и Дж. Уаглера «Теория референтных точек, рассматривающая слияния и поглощения»<sup>68</sup>.

В статье утверждается, что на решения руководства тех корпораций, которые выступают в качестве «цели» поглощения, могут влиять некоторые «фокальные», то есть оказывающиеся в фокусе внимания, показатели. К числу таких показателей может относиться, например, наивысшая рыночная цена акций, достигнутая на протяжении истекшего года (52 недели). Из описания обычных договорных процедур явствует, что именно такая цена во многих случаях фигурирует в качестве отправного пункта в последующих переговорах между участниками торговой сделки.

В работе Бейкера, Пэна и Вурглера рассматривается обширный круг (23 350) хозяйственных операций, совершенных в США на протяжении периода с начала 1984 года по конец 2007 года. В ходе этих сделок покупатели приобретали не менее 85% акций корпораций, становившихся объектами поглощения. В случае когда цена покупки превышала максимальный уровень, достигнутый на протяжении истекших 52 недель, вероятность последующего поглощения достигала 77%. Цены в успешно завершившихся операциях отчетливо тяготели к этому уровню (и чаще всего превосходили его).

Колебания рыночных цен, согласно этим наблюдениям, порождают волнообразное движение общего числа успешных М&А. Когда рыночные цены компаний-«целей» снижаются на 10 процентных пунктов (по сравнению с предшествующим 52-недельным максимумом), общее число поглощений отклоняется вниз от трендового значения в среднем на 18%.

Все это может свидетельствовать о том, насколько важную роль в успехе поглощения может играть достигнутый в предшествующий период максимальный уровень рыночных цен на акции приобретаемых компаний. По мнению авторов<sup>69</sup>, результаты приведенных в работе расчетов относятся к числу наиболее очевидных свидетельств того, что поведенческая теория корпоративных финансов описывает наблюдаемые в настоящее время реальные эффекты.

## 7. Несколько прикладных выводов

В процессе институционально-экономических преобразований в России дискуссия о роли М&А, их особенностях стала не менее актуальной<sup>70</sup>. К началу XXI века, когда экономика США за более чем 100-летний пери-

<sup>66</sup> См., например: *Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk // Econometrica. 1979. Vol. 47. P. 263—299; Kahneman D. Reference Points, Anchors, Norms, and Mixed Feelings // Organizational Behavior and Human Decision Processes. 1992. Vol. 51. P. 296—312.*

<sup>67</sup> *Hart O., Moore J. Contracts As Reference Points // Quarterly Journal of Economics. 2008. Vol. 125. P. 1—48.*

<sup>68</sup> *Baker M., Pan X., Wurgler J. A Reference Point Theory of Mergers and Acquisitions // National Bureau of Economic Research Working Paper. 2009. No 15551.*

<sup>69</sup> *Baker M., Pan X., Wurgler J. A Reference Point Theory of Mergers and Acquisitions. P. 29.*

<sup>70</sup> Анализ развития российского рынка М&А в 2000-е годы подробнее см.: *Радыгин А.Д., Энтов Р.М. и др. Современные тенденции развития рынка слияний и поглощений. М.: Дело, 2010.*

од прошла 5 волн слияний и поглощений, в России закончился процесс постприватизационного перераспределения собственности и консолидации крупнейших российских предприятий.

Тем не менее уже в 2003 году Россия называлась в качестве главной движущей силы рынка M&A в Центральной и Восточной Европе. Объем российского рынка M&A на протяжении 2003—2007 годов быстро и стабильно рос: с 19 млрд долл. в 2003 году до 124 млрд долл. в 2007 году. В течение этого периода росло и количество сделок M&A: со 180 в 2003 году до 486 в 2007 году. В качестве отраслей — лидеров по объему сделок M&A (до 2008 года) выделились и закрепились нефтегазовый сектор, металлургия и связь. Соотношение показателя объема рынка M&A к ВВП России в 2007 году составило более 10%, то есть выросло в 2,2 раза по сравнению с 2006 годом (в 2006 году — 4,5%, в 2005 году — 4,3%).

Финансовый кризис 2008 года, выразившийся в обвале фондовых рынков, дефиците ликвидности, в начавшемся спаде производства, а также в резком снижении мировых цен на ряде значимых сырьевых рынков, обусловил как значительное снижение стоимости активов, так и заметное уменьшение числа сделок на мировом рынке M&A. По оценке M&A Intelligence (сделки от 5 млн долл.), в 2008 году падение по сравнению с 2007 годом составило 36% (до 77,5 млрд долл.). Соотношение показателя объема рынка M&A к ВВП России в 2008 году составило около 7%, снизившись с рекордных 10% в 2007 году. В тройке отраслей — лидеров M&A по количеству и по объему сделок в 2008 году были финансовый сектор, электроэнергетика и пищевая промышленность.

Первые оценки перспектив выхода рынка из кризисного состояния в 2009—2010 годах были весьма противоречивыми. В целом предполагалось дальнейшее сокращение емкости рынка в 2009 году (до 60% от уровня 2008 года — что весьма близко к действительным итогам 2009 года), однако прогнозы в отношении качественных тенденций заметно различались: от дальнейшего сжатия рынка в силу проблем с оборотным капиталом и доступом к внешнему финансированию до активизации рынка с середины 2009 года за счет скупки проблемных активов и компаний.

Тем не менее в 2009 году сужение рынка продолжилось. По имеющимся данным аналитической группы *ReDeal* (с учетом приватизационных сделок)<sup>71</sup>, количество сделок сократилось на 42%, а падение стоимостного объема рынка составило по итогам года 52% (4,5% ВВП России). Не оправдались и оптимистические ожидания роста рынка (до 50% к 2009 году) в 2010 году. По предварительным данным за 1 полугодие 2010 года, снижение стоимостного объема российского рынка M&A к аналогичному периоду 2009 года составило 36% (2,7% ВВП России), хотя наметилось очевидная тенденция к замедлению падения рынка.

Позитивная макроэкономическая динамика является определяющим фактором среднесрочного развития рынка M&A. Вместе с тем из посткризисных факторов количественного развития рынка, сохраняющих свое значение на протяжении 2010—2011 годов, необходимо выделить рост стоимости российских компаний (как технический фактор применительно к количественной динамике рынка), увеличение доступности кредитных средств, активизацию деятельности банков и инвестиционных фондов как участников рынка, реализацию отложенных в связи с кризисом прежних планов M&A (в том числе

<sup>71</sup> Использованы следующие источники: Аналитический портал Mergers.ru «Слияния и Поглощения в России» ([www.mergers.ru](http://www.mergers.ru)); «Слияния и поглощения» ([www.ma-journal.ru](http://www.ma-journal.ru)) и ряд др.

по мере накопления крупными компаниями в 2009—2010 годах необходимых средств), продажу активов в рамках «расчистки балансов» и урегулирования долговых обязательств (компаниями и банками), активизацию иностранных инвесторов, прежде всего из Азиатско-Тихоокеанского региона.

Тем не менее специфичность российского рынка M&A и перспективы его дальнейшего развития (причем независимо от конкретной фазы подъема или спада) в значительной степени обусловлены целым рядом обстоятельств качественного характера.

Во-первых, необходимо указать на проблемы институционального характера, относящиеся как к общему «институциональному фону», так и к инфраструктурным и регулятивным особенностям российского рынка. Такие общие институциональные факторы, как относительно слабое развитие рыночных институтов и низкая эффективность работы судебной системы, высокая концентрация собственности, непрозрачность прав собственности и коррупция, оказывают системное влияние на все стороны деятельности на российском рынке M&A.

В свою очередь, низкий уровень прозрачности информации о сделках, отсутствие профессиональных посредников в данной области, низкая вовлеченность инструментов организованного фондового рынка в процесс M&A, относительная слабость прямого контроля регулирующих государственных органов, активное участие в данных процессах государственных компаний свидетельствуют, в частности, о проблемах эффективности рынка корпоративного контроля.

Во-вторых, особое значение для данного рынка приобретает фактор государства. К 2010 году проблема конфликта интересов, возникающего у государства как регулятора, с одной стороны, и активного участника рынка M&A — с другой, стала очевидной. Усиленное внимание к интересам госкорпораций и стратегических предприятий (за счет которых в основном и происходило расширение первых) приводит к ухудшению качества общего государственного регулирования корпоративной сферой вследствие того, что узкоспециальные нормы, призванные обслуживать интересы государственного сектора, распространяются на все субъекты хозяйственной деятельности.

При этом активное использование административного ресурса и внерыночных методов для приобретения государством и государственными компаниями активов означает переход системы рейдерства на новый — государственный уровень. В этой связи важно провести очевидное разграничение между классическими рейдерскими захватами, типичными для развитого рынка корпоративного контроля (прежде всего США), и современной российской практикой административного строительства «интегрированных структур», в которых государство доминирует как собственник или владельцы которых де-факто согласовывают свои бизнес-планы в коридорах власти. Это может происходить в эксклюзивном режиме (госкорпорации), в рамках приватизационных программ (формирование холдингов разного типа) или иными способами, однако вопросы рыночной эффективности и дисциплины остаются открытыми.

Финансовый кризис 2008 года еще больше обострил конфликт государственных интересов. Помимо расширения прямого государственного участия в экономике, государство как регулятор пытается адаптировать правовые нормы к изменившимся условиям процессов M&A, вызванным финансовым кризисом, наряду с принятием мер, обеспечивающих максимально выгодное приобретение подконтрольными государству компаниями интересующих их активов. Одним из следствий формирования государственных корпораций является ослабление конкуренции в силу их воздействия на общие условия об-

ращения товара на смежных со сферами их деятельности товарных рынках.

В классификации с М&А наряду с приватизационными сделками и сделками между частными компаниями целесообразно выделять сделки, в которых участвуют компании с долей государства в капитале. В новейшей истории мировой экономики имеется определенная практика такого рода.

В странах с развитой рыночной экономикой эта практика носила довольно ограниченный характер. В период широкомасштабного развития государственного предпринимательства (1960—1980-е годы) в некоторых странах Западной Европы ее основными формами были приобретение отдельных частных компаний, попавших в сложную финансово-экономическую ситуацию, с целью их реструктуризации, а также обмен активами внутри государственного сектора как инструмент промышленной политики.

Начиная с середины 1980-х годов, когда на Западе произошел либерально-консервативный сдвиг, многие государственные компании стали объектами поглощений в ходе приватизации, а участие оставшихся в процессе М&А состояло преимущественно в приобретении компаний в других странах (включая развивающиеся страны, а позже страны с переходной экономикой), что рассматривалось как способ участия в конкурентной борьбе на внешних рынках в рамках транснационализации своей хозяйственной деятельности. Имелись также отдельные примеры участия государственных компаний в приватизации в рамках национальных экономик. Итогом стало формирование системы взаимного участия в капитале, но она, оказывая влияние на процедуры корпоративного управления в компаниях, зачастую носила временный характер.

В-третьих, необходима переоценка роли рынка М&А в рамках общей стратегии модернизации российской экономики. Как было показано выше, сделки М&А приобретают решающее значение по целому ряду направлений, обеспечивающих формирование эффективной инновационной системы. Достаточно указать, что освоение инноваций в научно-технической области, обеспечивающих сравнительные конкурентные преимущества, часто достигается посредством приобретением специализированных компаний, преуспевших на ниве венчурного финансирования, причем именно покупкой перспективной фирмы со всем ее персоналом, а не только приобретением соответствующих патентов, технической документации и др.

Кроме того, эффективный рынок М&А позволяет оптимизировать использование не только реального, но и «организационного» капитала, который принадлежал компаниям, проигрывающим в конкурентном соперничестве. В отличие от банкротства, издержки, связанные с переналадкой и освоением техники и технологий, с поиском более эффективных форм организации производственного процесса, оказываются гораздо менее значимыми.

Существенным является принятый в современной теории фирмы тезис о том, что появление радикальных инноваций, принципиально новых научно-технических разработок менее вероятно в устоявшейся крупной корпорации. Напротив, инерционность в функционировании крупных компаний, прежде всего обусловленная проблемой «принципал—агент», может также существенно тормозить распространение инновационных процессов. Моральное устаревание традиционно используемых технологий и прежних продуктов (особенно при экономической поддержке этих компаний государством) на практике оказывается одной из важнейших форм неоптимальной аллокации ресурсов в современной экономике. Тем самым именно функционирование финансовых рынков оказывается по существу одной из главных движущих сил обновления технической базы и вывода ресурсов из сферы их менее эффективного использования.