

ПРЕДПОСЫЛКИ ФОРМИРОВАНИЯ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В ПРОМЫШЛЕННОМ СЕКТОРЕ РОССИИ

© 2011 А.И. Миллер

Алтайская академия экономики и права (институт), г. Барнаул

E-mail: zamdec@aael.altai.ru

В статье рассматриваются этапы формирования интеграционных процессов в России. Проведен анализ слияний и поглощений ведущих транснациональных компаний. Изучены теоретические подходы к интеграции промышленного сектора.

Ключевые слова: интеграция, промышленность, бизнес-единица, синергия.

Становление и развитие российского рынка слияний и поглощений определялись глобальными экономическими процессами, намечавшимися в годы экономических реформ 90-х гг. прошлого столетия.

В первые годы российских рыночных реформ постепенно устанавливались тесные связи между промышленными предприятиями (особенно экспортерами) и обслуживающими их крупными банками и трейдерами. Последние стремились взять на себя управленческие функции, но без приобретения доминирующего объема прав собственности. Важнейшим стимулом для этого было широкое распространение в российской экономике неденежных форм расчетов. Во второй половине 1990-х гг. в российской промышленности широкое применение нашли процедуры банкротства. Бизнес-модель данного процесса формировалась путем введения на предприятиях на длительный срок процедуры внешнего управления и назначения на должность управляющего представителей кредиторов. Начиная с 1993 г. в российской экономике стали появляться бизнес-системы, где инициаторами и одновременно центрами управления и собственности были три типа структур: крупные банки, крупнейшие предприятия, специально создаваемые финансовые структуры. В нефтяной промышленности основным инициатором создания бизнес-системы было государство, которое в процессе приватизации сформировало в отрасли вертикально интегрированные компании. Также государством были созданы крупнейшие сырьевые бизнес-системы - Газпром и РАО "ЕЭС России".

Большая часть бизнес-систем была создана банками. Уже в начале 1990-х гг. акции промышленных предприятий активно скупались банками. Реализация управленческих функций банком

осуществлялась через владение акциями предприятия или неформальные права кредиторов. Наиболее распространенными формами приобретения были чековые аукционы (1993-1994 гг. - ваучерная приватизация); конкурсы с инвестиционными условиями (1994-1995 гг.); залоговые аукционы, скупка за долги (конец 1995 г.). Основными причинами образования "банковских" бизнес-систем были следующие. В условиях острой конкуренции за обслуживание счетов крупных промышленных предприятий росла доля кредитов, поэтому предприятия-заемщики приобретались с целью установления контроля. Важен был и факт ожидания конкуренции в обслуживании со стороны иностранных банков, где гарантированный способ удержания клиента - владение им. Наконец, следует отметить и необходимость обеспечения надежного положения среди экономической элиты.

Бизнес-системы, где инициатором объединения, а также собственником и управленцем являлось промышленное предприятие, образовывались в основном в сырьевом секторе, а также в металлургической отрасли. Предприятия устанавливали контроль над "карманными" банками, создавая впоследствии финансовое окружение: страховые и инвестиционные компании, пенсионные фонды и т.д.

Анализируя процесс становления российского рынка слияний и поглощений, необходимо сказать, что на первых этапах формирования рыночной экономики вырабатываемые наукой стратегические подходы к сделкам на рынке слияний и поглощений практически не имели отношения к российским компаниям. Исключением можно считать лишь формирование вертикально интегрированных сырьевых цепочек, в большинстве же рассмотренных случаев активы присваивались

хаотично и бессистемно. Общим для всех сделок было отсутствие необходимости формировать стратегический подход к приобретению бизнес-актива, а также извлекать максимальную стоимость из совершенного приобретения. Данное обстоятельство было обусловлено рядом секторов, наиболее важными из которых, согласно исследованию Г. Газина (партнер “McKinsey”, Москва) и Д. Манаква (младший партнер “McKinsey”)¹, необходимо признать следующие: проводимые сделки полностью не оплачивались или применялась неденежная форма оплаты; приобретались недооцененные бизнес-активы; из-за отсутствия оценок экономической целесообразности приобретения собственники изначально нацеливались на “выкачивание” активов; региональная экспансия в основном носила политический характер. В результате на рынке слияний и поглощений инвестиционные ресурсы распределялись и использовались неэффективно, отсутствовали стимулы к капитализации приобретаемого бизнеса. Рынок не осуществлял свои функции в полной мере, что говорит о нарушении ценового механизма рынка: цена устанавливалась не под воздействием спроса и предложения, а путем применения “неденежных” схем расчета, благодаря политическим связям и т.д. Но состояние российской экономики и развитие процессов глобализации способствовали тому, что российские компании сегодня так или иначе вовлечены в процессы формирования рынка слияний и поглощений. Поэтому актуальным становится совершенствование подходов к осуществлению сделок. Конкретизируем возможные.

Во-первых, в России практически не осталось “свободных” и недооцененных рынком активов, из чего следует, что новая сделка должна быть тщательно обоснована. Поскольку сделки все чаще оплачиваются деньгами, такое требование становится еще более актуальным.

Во-вторых, чрезмерная диверсификация российских бизнес-систем в период приватизации, последовательное развитие рыночной экономики и международная конкуренция вынуждают участников российского рынка слияний и поглощений совершенствовать свои управленческие технологии, фокусировать внимание на ограниченном числе направлений.

В-третьих, уже сложившиеся российские компании, располагающие производственной и сырьевой базой, достаточной для того, чтобы они

могли становиться игроками глобального уровня, достигли той стадии развития, когда им необходимо многократно усиливать свой финансовый потенциал и влияние в отрасли в глобальном масштабе.

Экономическая наука выделяет три теории, объясняющие интеграционные процессы, - синергетическую теорию, теорию агентских издержек свободных потоков денежных средств и так называемую “теорию гордыни”. Рассмотрим каждую из них подробнее.

Самой распространенной является теория повышения добавленной экономической стоимости компании, или иначе - синергетическая теория, которую часто еще называют “правило $2+2=5$ ” - оно впервые было сформулировано в работе Бредли, Десаи, Ким в 1983 г.² Ее суть состоит в том, что компания, образовавшаяся в результате слияния или присоединения, может использовать широкий спектр преимуществ, которые возникают вследствие объединения ресурсов прежних корпораций за счет влияния синергетических эффектов. В свою очередь, все синергетические эффекты можно разделить на два типа: операционные синергии и финансовые синергии.

Операционные синергии предполагают возникновение следующих эффектов:

- экономия от масштаба (или экономия операционных издержек, или эффект агломерации) - естественная цель горизонтальных и вертикальных интеграций: более крупная образовавшаяся компания может добиться экономии за счет сокращения административных, маркетинговых и других затрат;

- экономия издержек на НИОКР за счет использования компанией-покупателем научно-исследовательских центров и работников купленной компании в целях разработки и внедрения на рынке новых продуктов, товаров или услуг;

- эффект диверсификации, или комбинирования взаимодополняющих ресурсов, который заключается в том, что компания-покупатель интегрирует в свою структуру небольшую корпорацию, производящую продукцию, за счет чего она может расширить свой производственный ассортимент, в то время как создание аналогичных собственных производств было бы экономически невыгодным проектом;

- увеличение размеров рыночной ниши корпораций, которое происходит в результате проведения горизонтальной или вертикальной интег-

рации и влечет за собой значительное уменьшение конкуренции на этом сегменте, что выгодно новому объединению, но приводит к монополизации рынка.

Именно эффекты операционной синергии были основным движущим мотивом процесса вертикальной интеграции нефтяных компаний в 1995-1996 гг. Причем наиболее эффективно этот процесс был проведен нефтяной компанией "ЛУКОЙЛ", которая стала первой российской компанией, сформировавшей вертикально интегрированную структуру в рамках холдинга.

Финансовые синергии предполагают:

- создание налоговых щитов, например, за счет налоговых льгот: высокоприбыльная фирма, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом;

- возможность покупки компании по цене, ниже балансовой, также является фактором, стимулирующим к осуществлению интеграции, при условии что реальная стоимость ее активов намного превышает стоимость, в которую их оценивает рынок;

- диверсификацию как один из способов снижения рисков и управления ими, что позволяет стабилизировать рост доходности операции в компании-интеграторе, а также снизить риск, связанный с падением доходности на инвестиции в ценные бумаги этой компании;

- использование информации как источника синергии, данная гипотеза основана на том, что в ходе интеграции может появляться позитивная либо негативная информация об успешности протекаемого процесса, что повлечет за собой переоценку либо недооценку акций поглощаемой компании.

Однако перечисленные выше синергетические эффекты вряд ли можно рассматривать как исчерпывающие в силу невозможности учета всей полноты факторов.

Следующей теорией, объясняющей мотивацию компаний к участию в интеграционных процессах, является так называемая "теория гордыни", предложенная в 1986 г. Ричардом Роллом³. Основываясь на заключении, что синергия при интеграции отсутствует, он выдвинул идею о том, что слияние или приобретение - это результат индивидуального решения менеджмента корпорации-покупателя, который считает, что именно его

оценка стоимости компании-цели верна, а рыночная оценка ее стоимости не полностью отражает потенциал ее развития. Таким образом, решение об интеграции может быть вызвано лишь иррациональной "гордыней" корпорации-покупателя по поводу того, что только она может определить и распознать несуществующие "синергии".

Еще одной относительно новой теорией, объясняющей причины интеграционных процессов, является теория агентских издержек свободных потоков денежных средств, наиболее полно сформулированная в 1986 г. Майклом Дженсенем. Данная теория рассматривает позицию корпоративных менеджеров, которые должны представлять интересы акционеров компании. При этом не исключена возможность обострения конфликта интересов, источником которого служат выплаты денежных средств акционерам в виде дивидендов, возврата капитала и т.п., что уменьшает объем подконтрольной менеджменту ресурсной базы компании и создает определенные трудности в поиске внешних источников финансирования для новых инвестиционных проектов. У менеджеров имеется масса причин для того, чтобы позволять своим предприятиям расти, в том числе и путем слияний и приобретений. Рост и, как следствие, концентрация ресурсов, подконтрольных менеджменту, увеличивают его власть. Значение имеют и растущие компенсационные выплаты менеджменту. Побудительным мотивом деятельности менеджеров могут стать их собственные интересы, а не интересы акционеров. В данной ситуации решением конфликта интересов, по мнению Дженсена, может стать выкуп корпорации через долговое финансирование (LBO), которое, по сути, является гарантией акционерам со стороны менеджмента выплачивать будущие потоки денежных средств, так как у акционеров возникает право обанкротить корпорацию в случае, если она не выполнит свои обязательства по выплате процентных и номинальных платежей по эмитированному долговому обязательству⁴. Таким образом, долговая нагрузка существенно сокращает агентские издержки свободных потоков денежных средств. Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств помогает понять, почему процессы слияния и присоединения могут одновременно отражать как конфликт интересов между акционерами и менеджерами, так и метод разрешения подобного конфликта.

Рассмотренные теории показывают, что слияния и приобретения компаний могут быть направлены на совершенствование производства и повышение его эффективности, финансирования, научно-исследовательской деятельности, маркетинга сливающихся предприятий, а также на усиление проникновения компаний на новые рынки сырья и сбыта и укрепление их позиций в рамках конкурентной бизнес-среды.

В литературе выделяются и другие мотивы интеграции: повышение качества управления, устранение самого факта неэффективности (после интеграции активы интегрируемой компании станут более эффективно управляемыми); мотив продажи взброс (активы компании могут быть использованы более эффективно при их продаже по частям, другим компаниям); стремление повысить политический вес руководства компании, личные мотивы менеджеров (если зарплаты менеджеров напрямую «привязаны» к стоимости капитала руководимой ими компании, то существуют стимулы использовать прибыль на приобретение новых активов в любых сферах бизнеса)⁵. Таким образом, в каждом конкретном случае мотивы, побуждающие руководителей осуществлять интеграцию, различны, но объединяет их стремление к росту эффективности и упрочнению позиции предприятия на рынке.

Как свидетельствует рыночная практика, задуманная интеграция редко оправдывает ожидания: 60 % слияний не окупает вложенных в них средств (*Mergers & Acquisitions Journal*); 60 % объединившихся компаний отстают в своем развитии от других субъектов данного рынка и вновь разделяются на самостоятельные корпоративные единицы; менее 20 % объединившихся компаний достигают желаемых финансовых или стратегических целей (*Marks, Mirvis*, исследование 50 интеграционных процессов); более 50 % круп-

нейших интеграционных процессов приводят к снижению акционерной стоимости компаний; около 30 % - практически на нее не влияют и менее 20 % - ее создают⁶. Такие неутешительные данные по эффективности интеграционных процессов заставляют многих ученых и управленцев искать причины отрицательных результатов.

Итак, реализация интеграционного процесса означает, по существу, инвестирование средств, следовательно, осуществляя его, можно ориентироваться на основные принципы принятия решений о долгосрочных вложениях. Однако успешность интеграционного процесса определяется множеством факторов, основные среди них - самооценка компании-интегратора, стратегии ее развития, правильность выбора объекта для интегрирования, оценка этого объекта. Поэтому мы считаем неоправданным применять критерии оценки эффективности инвестиционного процесса к оценке интеграции в целом, хотя не исключаем для того использование отдельных возможностей.

¹ Газин Г., Манаков Д. Наука поглощений // *Вестн. McKinsey & Company*. 2003. № 2. URL: www.mckinsey.com.

² Bradley M., Desai A., Kim E. Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy // *J. of Financial Economics*. 1983. № 2.

³ Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *J. of Business*. 1986. № 2.

⁴ Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. 1986. № 2.

⁵ Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний // *Менеджмент в России и за рубежом*. 1999. № 1.

⁶ Родионов И.И., Старюк П.Ю. Влияние изменений в качестве корпоративного управления на стоимость российских компаний // *Слияния и поглощения в России. Step-by-step approach*. М., 2004.

Поступила в редакцию 05.04.2011 г.