



Управление интеграционными трансформациями в промышленности

Тема 5. Слияния и поглощения – основные виды интеграционных трансформаций в промышленности

Лектор: д.э.н., профессор Морозова Вера Данииловна

morozovaspb@yandex.ru

8 (921) 9064848

Кафедра экономики и управления предприятиями и производственными комплексами

Тема 5. Слияния и поглощения – основные виды интеграционных трансформаций в промышленности

Вопросы:

5.1. Рынок корпоративного контроля.

5.2. Волны слияний и поглощений.

5.3. Теории стратегии слияний и поглощений.

- **Слияния/поглощения** – основные виды интеграционных трансформаций в экономике.
- **Сделки по M&A (mergers and acquisitions)** называют рынком корпоративного контроля.
- Термин из англосаксонской системы корпоративного права и неразрывно связан с акциями компаний, большинство которых имеют хождение на открытом рынке ценных бумаг.
- В России установление контроля над компанией может и не быть связано с ценными бумагами.

- Рынок корпоративного контроля – инструмент контроля деятельности менеджеров со стороны акционеров.
- Единственные активы, которые на нем обращаются, - это права собственности (а значит, и контроля) на АО, выраженные в форме обыкновенных голосующих акций.
- Материальным измерителем рынка корпоративного контроля выступает фондовый рынок.

Существует высокая положительная корреляция между эффективностью менеджмента компании и рыночной стоимостью ее акций.

- Если компания под управлением своего менеджмента работает неудовлетворительно, то это находит свое отражение в падении рыночной стоимости ее акций.
- В этом случае компания становится потенциальной целью поглощения со стороны других компаний.

5.1. Рынок корпоративного контроля

- Таким образом, рынок корпоративного контроля способствует:
 - ☐ Решению агентских конфликтов внутри компании при помощи замены ее неэффективного менеджмента путем поглощения;
 - ☐ Повышению качества управления компанией действующего менеджмента (риск потери работы в результате угрозы поглощения);
 - ☐ Повышению эффективности и конкурентоспособности корпоративного сектора национальной экономики.

- К основным параметрам рынка корпоративного контроля могут быть отнесены следующие:
- Особенность товара – активы предприятий (целые имущественные комплексы или доля, которая обеспечивает контроль над предприятием) ;
- Субъекты рынка – покупатели, продавцы, финансовые посредники (если используются заемные средства), компании – консультанты;
- Объемы рынка в стоимостном выражении, количество сделок за год, отраслевая структура, доля сделок с иностранным участием.

Различные консалтинговые компании:

- “Price Waterhouse Coopers” (“PWC”)
- “ReDeal Group”
- “M&A Intelligence”
- “Dealogic”

анализируют состояние и динамику рынка, используя различную методику расчета этих показателей, что позволяет судить о степени концентрации рынка и доле объема рынка в ВВП .

5.1. Рынок корпоративного контроля

- М&А включают как дружественные, так и недружественные изменения корпоративного контроля и не сводятся к совершению отдельной сделки (купли-продажи, договора о присоединении и др.), а представляет собой бизнес-стратегию, направленную на приобретение контроля над деятельностью компании-цели.
- В общем виде **СиП** – это сделки, в результате которых приобретается контроль над другой компанией либо путем объединения бизнеса, либо путем интеграции одной компании в структуру другой.
- **Слияние** – сделка по объединению двух и более компаний, как правило, сопоставимых по своей величине, часто посредством обмена акциями, одобренная руководством компании-цели, в результате которой создается новое юридическое лицо.

Поглощение – оплаченная сделка, в результате которой осуществляется переход права корпоративного контроля над корпорацией.

В сделке участвуют две компании, как правило, неравные по величине:

- ☐ корпорация –покупатель
- ☐ и корпорация – цель.

В зарубежной литературе под поглощением имеется в виду враждебный захват путем реализации тендерного предложения, адресуемого акционерам компании-цели в обход ее руководства.

Основное отличие M&A от сделок по купле-продаже пакетов акций (интеграционных сделок) со стороны частных лиц или институциональных инвесторов заключается в размере приобретаемого пакета акций.

- В первом случае речь идет о приобретении крупного пакета акций, позволяющего установить контроль над компанией целью.
- Во втором случае – размер приобретаемого пакета может быть любым.
- Одним из отличительных признаков M&A выступает увеличение масштабов бизнеса нового собственника.

5.1. Рынок корпоративного контроля

Поглощение – предполагает приобретение всей поглощаемой компании, ее частей или же стратегическое участие в капитале компании-цели.

- **Слияние** – объединение компаний с целью создания нового юридического лица, которое может при этом сохранить название одного из участников сделки.
- **Целевая компания (компания-цель)** - объект враждебного поглощения, который может быть поглощен, поглощается или уже поглощён компанией-покупателем.
- Процессы, связанные с приобретением других компаний, за рубежом получили известность как процессы слияния и поглощения. Сам термин был взят из английского языка и является переводом известного словосочетания «mergers and acquisitions (M&A). Поглощение — это приобретение одной компанией акционерного капитала другой в обмен на денежные средства, обыкновенные акции или облигации. Слияние же, как правило, это объединение интересов двух компаний в соответствии с решением акционеров этих компаний. Результатом слияния может быть создание новой компании.

5.2. Волны слияний и поглощений

. Слияния и поглощения – основные виды интеграционных трансформаций в промышленности

5.2. Волны слияний и поглощений

Слияния и поглощения компаний первоначально получили распространение в США в конце XIXв.

На протяжении своей истории процессы С/П носили волнообразный характер (как периоды высокой активности, так и периоды спада), отражая фазу экономического цикла.

Каждая волна имеет свои особенности: продолжительность, количество и объем сделок, их вид, затрагивая при этом строго определенные отрасли.

- 1) 1897–1904г.г. – горизонтальная консолидация
- 2) 1916-1929г.г. – монополизация
- 3) 1965-1969г.г. – конгломерация
- 4) 1981-1989г.г. – деконгломерация и усиление ТНК
- 5) 1993-2007г.г.- эра мега-слияний
- 6) С 2008г.- начало роста азиатского центра M&A.

Большинство С/П представляли горизонтальную интеграцию.

- ✓ **Первая волна** (1897–1904г.г.)- индустриальная революция ведет к горизонтальной интеграции (монополиям):
 - период широкой экономической экспансии в рамках одной отрасли;
 - рост концентрации производства на основе объединения множества мелких фирм в крупные компании национального масштаба – монополии;

При создании «U.S.Steel» J.P. Morgan объединил 785 компаний – возникла первая американская корпорация стоимостью более 1 млрд долл. Биржевой кризис 1904г.

- ✓ **Вторая волна** (1916-1929г.г.) - новый антимонопольный закон ведет к вертикальной интеграции.
- явилась результатом послевоенного экономического бума,
- введение антимонопольного законодательства привело к формированию олигополистических рынков, т.е. доминированию небольшого числа крупнейших фирм,
- вовлечение корпораций угледобывающей, тяжелой, химической, пищевой отраслей.

Закончилась экономическим крахом.

5.2. Волны слияний и поглощений

- ✓ **Третья волна (1965-1969г.г.)** – период быстрого экономического роста, эра конгломератов.
- Большой перерыв вызван принятием Конгрессом США акта Celler-Kefauver в 1950г. , предоставляющего дополнительные возможности федеральным властям и регулирующим органам США по ограничению слияний, ведущих к монополистической концентрации в отрасли, и объявлению их нелегальными, противозаконными и необходимыми к запрещению.
- Результатом стали поиски новых форм слияний, выразившиеся в волне конгломеративных слияний.
- Формирование конгломератов из числа мелких и средних фирм, занятых в разных видах бизнеса (до 80% слияний привели к образованию конгломератов).
- Наиболее активными участниками третьей волны стали корпорации автомобильной и аэрокосмической отраслей промышленности.
- Биржевой кризис 1970г.

- ✓ **Четвертая волна** (1981-1989г.г.) – на фоне аккумуляции огромных потоков денежных средств и роста капитализации фондового рынка, отмены администрацией Рейгана в 1980г. многих ограничений, наложенных ранее на рынок корпоративного контроля, происходили горизонтальные и вертикальные слияния и поглощения крупных корпораций, в том числе конгломератов;
- широкое использование выкупа акций долговым финансированием (оплатой сделки на 90% за счет денежных средств, полученных от эмиссии долговых инструментов),
 - появление ТНК,
 - Биржевой кризис 1987г.

- ✓ **Пятая волна** (1993-2007г.г.)- усиление процессов финансовой глобализации, развития информационных технологий, региональной интеграции и др. факторов стимулировали поиск новых источников роста компаний.
- С/П пятой волны носили более созидательный характер, цель которых – реорганизация активов для использования преимуществ новых рынков и новых технологий,
- Пик горизонтальных слияний пришелся на конец 90-х, начало 2000-х., когда в процессы С/П были вовлечены компании из Европы (Англия, Франция, Германия, Швеция), Азии (Япония, Сингапур, Гонконг) и Латинской Америки.

5.2. Волны слияний и поглощений

✓ Шестая волна – (с 2008г.):

- снижение общего объема сделок вследствие усложнения доступа к заемным ресурсам,
- изменение отраслевой структуры С/П: рост доли сферы услуг (здравоохранения, финансов, торговли, печати, недвижимости), а также добывающей промышленности и энергетики, которые особенно пострадали от падения цен в 2008г.,
- по данным «Dealogic» в 2009г. здравоохранение вышло на первое место в мире по объему M&A (127,9 млрд долл.), далее следуют финансы (исключая госсектор- 81 млрд долл.), электроэнергетика, горнодобыча, недвижимость и остальные отраслевые рынки,
- резкое увеличение доли транснациональных M&A, в частности, на европейском и американском рынке в сфере авиаперевозок, финансов, СМИ:
 - 2009г. «Lufthansa» приобрела «Austrian Airlines»;
 - с 2002г. Резко возросли покупки недвижимости в США инвесторами из Европы, Среднего Востока и др.: Китай, Индия, ОАЭ, Израиль, Мексика, Бразилия, Корея, Сингапур, Гонконг;

- в период финансового кризиса 2008-2009г.г. активность рынка резко снизилась в связи с сокращением имеющихся в наличии денежных средств и возможностей привлечения долгового финансирования. Активность рынка M&A во многом определяется доступностью заемного капитала;
- росту активности препятствуют принятые в 2010г. в странах ЕС меры по экономии в связи с ростом дефицита бюджета и госдолга; и др.
- Перспективы рынка M&A можно оценить с учетом прогнозного мультипликатора (P/E) и отношения чистого долга к EBITDA 1000 ведущих мировых компаний («Global 1000»).
- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации. EBITDA показывает финансовый результат компании, исключая влияние эффекта структуры капитала (т.е. процентов, уплаченных по заемным средствам), налоговых ставок и амортизационной политики организации.

- На протяжении многих лет ученые и практики рынка корпоративного контроля пытаются понять мотивы, движущие корпорациями, активно использующими в своей деятельности стратегии слияний и поглощений.
- Современная экономическая наука предлагает три основные теории, объясняющие С/П компаний:

(1) Синергетическая теория (synergy theory);

(2) Теория агентских издержек и свободных потоков денежных средств (agency cost theory);

(3) Теория гордыни (hubris theory).

5.3. Теории слияний и поглощений.

(1) Синергетическая теория - окончательно сформулирована в середине 80-х г.г. авторами - Бредли, Десаи и Ким, является одной из самых распространенных среди специалистов.

Суть теории в области М&А заключается в том, что возникающая при слиянии новая компания получает возможность использования широкого спектра преимуществ (синергий), которые возникают вследствие объединения ресурсов этих компаний. Основным мотивом совершаемой сделки для менеджмента компании-цели и компании-покупателя является получение и усиление синергетического эффекта.

- Синергия, возникающая при интеграционных трансформациях за счет М&А, означает возможность объединенной компании приносить большую прибыль, чем сумма объемов прибыли независимых компаний, до сделки.
- Синергетический эффект способствует росту капитализированной стоимости компаний и, как следствие, максимизации благосостояния акционеров.

5.3. Теории слияний и поглощений

Часто для наглядности синергетический эффект от М&А представлен в виде «**2 + 2 = 5**».

Ожидание получения синергетических эффектов является решающим фактором при принятии решений о М&А, а стремление к получению – основным мотивом.

- Авторы теории условно разделяют все синергетические эффекты на два типа:

- **Операционные синергии;**
- **Финансовые синергии.**

▪ **Операционные синергии проявляются в двух формах:**

1 – увеличение доходов (повышение эффективности)

2 – сокращение расходов (экономия операционных затрат) –

могут извлекаться как при горизонтальных. Так и при вертикальных слияниях.

(1) форма - увеличение доходов (повышение эффективности) сложно спланировать и оценить до осуществления сделки М&А.

Потенциальными источниками в результате интеграции могут быть:

- ✓ маркетинговые действия, стимулирующие продажи обеих компаний
- ✓ наличие более широкого ассортимента продукции
- ✓ использование дистрибьюторской сети одной компании для продвижения товаров другой
- ✓ использование репутации одной компании для повышения продаж другой.

(2) форма – сокращение расходов (экономия операционных затрат) более достижима на этапе планирования сделки за счет:

Экономии операционных издержек (экономия от масштаба, сокращение дублирующих подразделений и функций, более эффективное использование производственных операций, мощностей –

Эффекта от взаимодополнения в области НИОКР – характерны для горизонтальных слияний и диверсификации;

Эффекта комбинирования взаимодополняющих ресурсов;

Увеличение размеров рыночной ниши – в результате сокращения конкуренции и монополизации рынка;

■ **Финансовые синергии:**

создание налоговых щитов – как способ снижения налогообложения;

возможность покупки компании по цене ниже балансовой – приобретение компании-цели по цене, намного меньшей, чем реальная стоимость ее активов; это только один фактор, но цена компании определяется и другими факторами, раскрывающими потенциал развития компании:

- возможность расширения рыночной ниши,
- уровень финансового менеджмента,
- качество и технический уровень выпускаемой продукции, и др.

диверсификация:

- возможность стабилизировать рост доходности операций,
- возможность снизить риск, связанный с падением доходности на инвестиции в ценные бумаги, и др.

Финансовая синергия характеризуется совокупным увеличением денежных потоков новой компании и/или совокупным снижением уровня WACC, которая является индикатором финансового риска.

(2) Теория агентских издержек и свободных потоков денежных средств:

Окончательно сформулирована в 1986 г. профессором Гарвардского университета Майклом Дженсеном.

Суть теории – между менеджерами, как агентами акционеров, и акционерами имеют место агентские взаимоотношения, которым свойственны конфликты интересов.

В рамках теории – основным мотивом менеджеров являются собственные интересы, а не интересы акционеров.

В основе конфликта интересов – решение о выплате дивидендов. Конфликты интересов уменьшают гибкость управления финансовыми ресурсами.

(3) Теория гордыни:

В 1986 г. Ричардом Роллом предложена еще одна теория корпоративных слияний - **теория гордыни**.

Суть теории - принятие менеджментом компании -покупателя решения о слиянии, независимо от явного отсутствия синергетического эффекта.

В этом случае, по мнению Р. Ролла, решение о слиянии может быть вызвано только иррациональной гордыней компании – покупателя.

Как показывают результаты аналитических исследований теорий корпоративных слияний (наилучшими признаны работы Берковича и Нарайнан), доминирующей является синергетическая теория:

- в 49,4% случаев корпорация-покупатель получала положительный доход от слияния;
- в 95,8% случаев – корпорация-цель;
- в среднем общая доходность от слияний была положительной в 76,4% случаев.

Таким образом, в среднем для $\frac{3}{4}$ всех слияний основным мотивом была реальная синергия.

Оставшаяся $\frac{1}{4}$ всех слияний объясняется теорией агентских издержек и теорией гордыни.

При этом доминирующей является теория агентских издержек.

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!