

1. Слияния и поглощения в рыночной экономике: современные теоретические подходы и мировая практика

1.1. Теоретические концепции

Хозяйственные ситуации, в которых могут иметь место слияния (С) и поглощения (П), чрезвычайно разнообразны. Это обстоятельство, вероятно, и породило множество различных теоретических интерпретаций указанных процессов. Перечисление существующих концепций начнем с характеристики центральной проблемы – методов рыночного регулирования эффективности хозяйственных операций.

Недостаточная эффективность предприятий. Рассмотрим ситуацию, когда на рынках продуктов, изготавливаемых фирмой Х, обнаруживается сравнительно высокий уровень издержек производства и/или сбыта; рыночные позиции фирмы оказываются ослабленными вследствие ухудшения ее финансового положения.

К числу необходимых условий вывода фирмы из кризиса обычно относят смену «неэффективного» руководящего состава. Один из исследователей проблемы, Г.Мэнни, высказал предположение, что именно С и П позволяют осуществить эти задачи наиболее радикальным способом (см. Manne, 1965; 1967). Заметим при этом, что фирма, перехватившая контроль, вовсе не обязательно должна обеспечить переход к более эффективным методам производства всех товаров, выпускаемых фирмой. Одна лишь приостановка проектов, характеризующихся отрицательной чистой приведенной стоимостью, в ряде случаев может повлечь за собой существенное повышение рыночной стоимости фирмы.

Нетрудно видеть, однако, что само регулирование, осуществляющееся в подобных формах, неизбежно предполагает огромные издержки; поэтому основные надежды многие экономисты возлагают на действие других (прежде всего «внутренних») механизмов регулирования эффективности. Важную роль при этом могут играть конкурентные силы, действующие в «высших сегментах» рынка труда; поэтому в С и П (особенно в агрессивных поглощениях³) один из сторонников указанной точки зрения, Ю.Фама, ви-

³ Точное определение агрессивного («жесткого») поглощения остается предметом дискуссии. Так, Г.Шверт приводит пять распространенных определений агрессивно-

дит лишь «последнюю инстанцию» в реализации рыночной дисциплины (discipline of last resort) – см. Fama, 1980, p. 295.

К числу разновидностей концепции, которая выводит поглощения из недостаточной эффективности функционирующей фирмы, можно отнести и 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 (см., например, Jensen, 1986) и/или на максимизацию доходов фирмы в расчете на одну акцию (earnings per share) – см. Bhagat, Shleifer, Vishny, 1990. 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. В качестве одного из аргументов обычно приводятся ссылки на весьма слабую связь между рыночным курсом ценных бумаг, выпущенных фирмой, и материальным вознаграждением менеджеров высшего уровня⁴.

Вместе с тем некоторые авторы склонны приписывать недостаточную основательность инвестиционных проектов чрезмерной склонности к риску поглощения, которые, строго говоря, нельзя считать взаимоисключающими (см. Schwert, 1999). Чаще всего под агрессивным поглощением имеют в виду ситуацию, когда покупатель обращается с тендерным предложением прямо к акционерам. Обычно подобное развитие событий – следствие того, что переговоры с руководством корпорации зашли в тупик. В США в первой половине 80-х гг. не менее половины поглощений безусловно можно характеризовать как «дружественные»: условия купли-продажи опирались на предварительное соглашение между корпорацией-покупателем и советом директоров, а также менеджментом поглощаемой компании (компании-цели) – см. Comment, Jarrel, 1987. В некоторых случаях «дружественные» поглощения могут и не предполагать предварительных переговоров (takeovers «made in heaven»).

⁴ Расчеты К. Мэрфи показывают, что оплата высших менеджеров к началу 80-х гг. в гораздо большей степени зависела от размеров фирмы, чем от изменения рыночной стоимости их акций (Murphy, 1985); отсюда выводятся «немаксимизирующие» решения руководителей корпорации о расширении хозяйственных империй. В 1980 г. лишь 20% выплат, получаемых высшими управляющими (chief executive officer) фирмы, были хоть как-то связаны с движением рыночного курса акций (Hall, Liebman, 1998). Широкую известность приобрели расчеты М. Дженсена и К. Мэрфи, согласно которым размеры стимулирующего вознаграждения в американских корпорациях в 80-х гг. характеризовались следующими пропорциями: при увеличении рыночной стоимости акций на 1000 долл. высший управляющий соответствующей компании должен был дополнительно получить, в среднем, менее 5 центов (Jensen, Murphy, 1990).

ку и большим амбициям («гордыне») менеджеров, выступающих в качестве руководителей корпорации; речь идет о получившей с конца 80-х гг. широкую известность «теории гордыни» («hubris theory») – см. Roll, 1986. На основе обзора большого числа работ, посвященных С и П, Р.Ролл предложил следующую интерпретацию: во многих случаях предприниматель просто обнаруживает «гордыню», полагая, что он может оценить потенциальную стоимость фирмы лучше, чем рынок. При этом инициатор П исходит из предположения, согласно которому новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость фирмы. (Заметим, что подобную «гордыню» трудно считать необоснованной, если предположить, что предприниматель, покупающий фирму, обладает значительно большей информацией по сравнению с другими инвесторами. Но, согласно предположениям Р.Ролла, все покупатели располагают одинаковой информацией).

Нетрудно понять, что подобная стратегия чаще всего обречена на неуспех в тех случаях, когда можно считать обоснованной сильную гипотезу относительно информационной эффективности финансового рынка (см. Fama, 1970; 1991): в ценах акций и облигаций, выпущенных фирмой X, в этом случае учтена (воплощена) вся наличная информация о фирме. Единственный шанс покупателю может предоставить лишь какой-либо совершенно непредвиденный поворот в развитии событий.

Однако сами предпосылки, из которых исходит сильная гипотеза информационной эффективности финансовых рынков, вряд ли можно полагать совершенно реалистичными. На практике инвесторы сталкиваются с различными барьерами на пути информационных потоков, с существенными транзакционными и информационными издержками, а также с прочими «несовершенствами» финансовых рынков. Хорошо известны и ситуации «подавленного» состояния рынков ценных бумаг, когда под действием временных конъюнктурных факторов q -коэффициент Тобина (т.е. коэффициент, характеризующий соотношение между рыночной стоимостью ценных бумаг, эмитированных компанией, и восстановительной стоимостью ее реальных активов) имеет весьма низкий уровень. Все это может порождать ситуации, когда решение о покупке фирмы может свидетельствовать скорее о трезвом расчете, чем о «чрезмерной гордыне» инвестора.

Критерии эмпирической проверки концепции «гордыни» представляются недостаточно четко определенными. Как разделить 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 финансовых рынках? Эти (а также другие аналогичные) вопросы, к сожалению, остаются без ответа; поэтому не вполне ясны и способы эмпирической проверки указанной гипотезы.

Возможности операционной синергии. До сих пор речь шла о возможностях повышения эффективности лишь в рамках приобретаемого предприятия (фирмы). Однако С и П чаще всего открывают возможности использования преимуществ, связанных с горизонтальной или вертикальной интеграцией хозяйственных процессов.

Одна из теоретических гипотез, выдвинутых Б.Клайном, Р.Кроуфордом и А.Элчианом, предполагает, что фирма добивается сравнительно больших успехов в случае глубокой специализации принадлежащих ей активов (Klein, Crawford, Alchian, 1978). Ясно, что 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 (economies of scale).

Финансовые синергии. В некоторых случаях простая диверсификация денежных потоков может обеспечить благоприятный эффект: если движение финансовых ресурсов в двух фирмах не слишком тесно коррелировано между собой, слияние может – разумеется, при прочих равных условиях – содействовать стабилизации финансового положения объединенной компании.

При предпосылках, обычно используемых в стандартных теоретических моделях слияний (см., например, Scott, 1977), объединение фирм, не использующих «рычаг» (заемные ресурсы, полученные, например, с помощью облигационного финансирования), редко может обеспечивать существенные финансовые выгоды. Расширение заемных операций фирмы меняет дело существенным образом. Слияние обеспечивает упрочение финансовой базы финансовых операций, а это, в свою очередь, повышает кредитоспособность фирмы и позволяет ей претендовать на привлечение более крупных займов⁵.

Вместе с тем поглощение компании, интенсивно пользовавшейся финансовым рычагом или имеющей право на получение налоговых льгот, позволяет «прикрыть» свои доходы от обложения дополнительным «щитом» (tax shield), обеспечивая тем самым экономию на налоговых платежах.

⁵ Дополнительные соображения можно найти в Stapleton, 1982.

Спад на отраслевых рынках и диверсификация. С и П 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 новых продуктов и оказания новых услуг (см., например, Chung, Weston, 1982).

Реструктуризация и перераспределение ресурсов. Реструктуризация хозяйственных операций в результате перехвата корпоративного контроля может сопровождаться перераспределением ресурсов между основными участниками хозяйственных операций, осуществляемых корпорацией (stakeholders) – владельцами фирмы, менеджерами, кредиторами, рабочими и др. Это может быть связано, например, с ликвидацией прямых последствий, связанных с неэффективным управлением, и, соответственно, может сопровождаться отказом от невыгодных контрактов, обменом ранее выпущенных облигаций, требующих больших процентных выплат, на акции, увольнениями и привлечением новых наемных работников на более выгодных для фирмы условиях. Тем самым перераспределение средств в пользу акционеров может означать, по крайней мере, некоторое ограничение монополистической практики на рынках факторов производства (см. Shleifer, Summers, 1988), но, вместе с тем, может характеризоваться и усилением монополистических тенденций на тех же рынках.

Роль информации, сигнализирования (signalling) и обеспечения ликвидности. Указанные концепции обычно исходят из того, что цены акций не исчерпывают всей информации о компании-цели. Тогда во многих случаях тендерное предложение покупателя может служить сигналом для последующего повышения рыночной стоимости фирмы; само предложение пробуждает интерес потенциальных инвесторов к фирме, кажущейся недооцененной. Владение акциями недооцененной фирмы часто сравнивают с «владением шахтой, содержащей золото» («sitting on a gold mine») – см. Bradley, Desai, Kim, 1983; 1988.

С.Росс показал, что сама структура финансирования инвестиций может интерпретироваться как сигнал на рынке капитала (Ross, 1977). Так, решение компании X прибегнуть к дополнительной эмиссии облигаций может быть истолковано как свидетельство высокой кредитоспособности фирмы;

это, в свою очередь, может повысить ее привлекательность в качестве объекта поглощения.

К указанным концепциям примыкают и современные теории корпоративного управления. Эти теории ставят материальные стимулы, побуждающие владельцев акций к более или менее активному мониторингу, в зависимости от ликвидности рынка соответствующих акций (см. Holmström, Tirole, 1993; Tirole, 1999). Сама ликвидность акций побуждает их владельцев уделять гораздо больше внимания вопросам возможного перехвата акционерного контроля.

П.Болтон и Э.-Л. фон Тадден в своей модели исходят из того, что в этой сфере существует следующий конфликт: чем прочнее владельцы стратегического пакета утверждают свой контроль над корпорацией, тем сильнее оказывается их заинтересованность в проведении тщательного мониторинга за решениями управленческого персонала. Но тем самым в наименьшей степени удовлетворяется спрос инвесторов на ликвидные вложения. Именно реструктуризация компании и рынок С и П оказываются главным фактором, позволяющим поддерживать необходимую ликвидность фондового рынка и удовлетворять соответствующий спрос со стороны инвесторов (см. Bolton, von Thadden, 1998).

В этой концепции особенно отчетливо отразилось формирование в развитых странах новых рынков, объектом торговли на которых оказываются не только отдельные фирмы, но и предприятия, отдельные хозяйственные подразделения, цехи и т.п. В последующем изложении (разд. 1.3 и 1.4) рассматривается техника разукрупнения большой корпорации, предполагающая не только передачу права собственности и возможности контроля за функционированием отдельных сегментов фирмы, но и появление на рынке акций отпочковавшейся компании (например, split-off IPO).

Отделение собственности от контроля и проблемы делегирования полномочий (agency problems). Делегирование полномочий управляющему персоналу (Jensen, Meckling, 1976) повышает роль решений, принимаемых менеджерами; наряду с неэффективным управлением возникает также возможность смещения приоритетов в развитии компании.

Так, в силу финансовых и престижных соображений высшие менеджеры могут реализовать стратегию неоптимального (с точки зрения собственников) расширения сферы деятельности компании. Современная теория исходит из предположения, согласно которому с расширением ассортимента выпускаемой продукции особенно сильно возрастает роль функций общего управления (организация и координация различных производств, контроль

за различными сферами разросшейся хозяйственной деятельности и т.п.). Обретая все большую роль в сфере управления, высшие менеджеры могут инициировать С и П, которые не ведут к увеличению чистой приведенной стоимости своей компании.

Распространение конгломератных слияний может вызвать к жизни целую цепь (цикл) С и П. Так, вначале энергичные («непомерно гордые») менеджеры в ходе С и П присоединяют к своей компании ряд фирм. В последующий период постепенно выявляется неэффективность сложившегося «рыхлого» конгломерата; раньше или позже последний сам превращается в объект последующих С и П. В конце концов более удачливому предпринимателю удастся перехватить контроль и осуществить последующую реструктуризацию компании, прибегая к продажам (sell-off) или дивестициям (divestiture) отдельных бизнес-единиц, входивших в состав конгломерата⁶.

Таким образом, С и П могут оказаться как результатом деятельности высшего менеджмента, преследующего собственные интересы, так и реакцией рынка на те действия менеджеров, которые ведут к снижению эффективности и чрезмерному «разбуханию» фирмы в результате конгломератных слияний.

Особенно широкое распространение получила концепция М.Дженсена: в центре конфликта между менеджерами и акционерами на практике оказывается движение свободных потоков денежных средств и, в частности, размеры выплат акционерам (см. M.Jensen, 1986; 1988). В соответствии с гипотезой автора, высший управленческий персонал стремится урезать эти выплаты, оставляя в своем распоряжении возможно большую часть свободных денежных ресурсов.

В некоторых версиях эта концепция вполне может сочетаться с упоминавшимися выше теоретическими схемами, описывающими стремление высшего менеджмента к построению обширных «хозяйственных империй». Она часто используется при описании стимулов, побуждающих менеджеров к осуществлению конгломератных слияний.

М.Дженсен полагает, что попытки менеджмента поставить под контроль свободный поток денежных средств должны наиболее часто 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 С и П.

⁶ Более подробно эти процессы рассматриваются в разделе 1.3.

Стремление к усилению монополистических позиций фирмы. Рассматривавшееся выше перераспределение ресурсов, сопровождавшее С и П, согласно предположениям соответствующих теоретических схем, должно было расчищать дорогу действию конкурентных рыночных сил. Но, как отмечалось во введении, возможно и развитие противоположных тенденций: С и П могут ставить своей целью укрепление монополистических (олигополистических) позиций фирмы. Так, стратегия фирмы может предполагать поглощение корпорации – конкурента.

Опыт первых волн С и П в США наглядно свидетельствует о том, что оценка авторов, считавших С и П важнейшим средством устранения или ограничения конкурентного соперничества (см., например, Moody, 1904), вполне реалистична. Это относится, разумеется, не только к первым волнам С и П и не только к американскому опыту: так, слияния в 12 отраслях обрабатывающей промышленности ФРГ на протяжении 60-х гг. привели к весьма существенному росту концентрации производства и капитала в указанных отраслях (Myller, Hochreiter, 1976). Нетрудно предположить, что размах С и П, а вместе с тем и масштабы горизонтальной интеграции в США и странах Западной Европы были бы, по-видимому, намного большими, если бы они не ограничивались правительственным антitrustовским регулированием.

В предшествующем изложении выделены некоторые теоретические схемы С и П, сгруппированные по различным критериям. В реальной жизни описанные процессы могут различным образом переплетаться друг с другом. Скажем, операционные синергии могут сочетаться с финансовыми, а тендерное предложение о покупке может оказаться сигналом, привлекающим внимание участников рыночных операций к потенциальным возможностям, позволяющим реализовать схемы олигополистической координации действий. Движение к установлению в результате С и П оптимальных операционных и финансовых характеристик развития компании может опосредоваться «набегами» рейдеров, которые преследуют при этом чисто спекулятивные цели.

Совершенно различными могут быть и общие результаты С и П. 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 недостаточной эффективностью.

Во многих случаях в С и П проявляется действие конкурентных сил («рыночная дисциплина»), вместе с тем С и П могут вести и к ограничению

конкуренции и расширению возможностей олигополистического или монополистического регулирования рынка. Достаточно напомнить, что в волне слияний на пороге двадцатого столетия в США Дж. Стиглер видел «merging for monopoly», а в слияниях 20-х гг. «merging for oligopoly» (см. Stigler, 1950).

В конце XX столетия особенно отчетливо обнаружились циклы в движении процессов интеграции и обособления: за многими конгломератными слияниями по истечении сравнительно небольшого периода следовали продажи, акционерные «отщепления» (equity carve-outs) и дивестиции. Поскольку случаи не только «чисто горизонтальных», но и многих вертикальных слияний контролировались органами антимонополистического регулирования, предприниматели стремились найти более гибкие формы перераспределения корпоративного контроля, обеспечивающие олигополистическую координацию действий на товарных и финансовых рынках.

1.2. Влияние слияний и поглощений на эффективность хозяйственных операций: некоторые результаты эмпирических исследований

К числу непосредственных последствий С и П можно отнести довольно резкий взлет рыночных цен на акции приобретаемой корпорации непосредственно перед покупкой. По данным одного из американских обследований, охватывавшего 663 удачно завершившиеся тендерные покупки (1962–1985 гг.) такая премия, присваиваемая продавцами акций, в 60-х гг. составляла в среднем 19%, в 70-х – 35% и в первой половине 80-х гг. – 30% (Jarrel, Brickley, Netter, 1988, p. 51); примерно к таким же результатам приводят расчеты на основе другого исследования (Bradley, Desai, Kim, 1988). Таким образом, С и П, осуществлявшиеся в американской экономике на протяжении послевоенных лет, безусловно обеспечивали выгодные условия продавцам основной части акций, менявших владельца; в большинстве случаев в выигрыше оказывались и остальные акционеры поглощаемой компании.

Более детальный анализ динамики рыночных курсов акций поглощаемых компаний показывает: дополнительные доходы оказывались особенно значительными за несколько дней до объявления о покупке. Так, в 1984 г. в системе NASDAQ за 10 дней до объявления о продаже курсовые доходы составляли 19%, а за день – 10,7% (Asquit, 1988).

Рыночные выгоды покупателя представляются, по крайней мере на

первый взгляд, значительно меньшими; в некоторых случаях вслед за осуществлением С или П рыночная стоимость корпорации – покупателя просто снижалась. Авторы одного из исследований, посвященных экономическим последствиям С и П в банковской сфере, выносят в заголовок своей статьи слова о «проклятии, тяготеющем над победителем» («winner's curse») – см. Giliberto, Varaiya, 1989.

И все же вопрос о подлинных убытках или выгодах, с которыми сталкивается корпорация-покупатель, представляется намного более сложным. Прежде всего, вряд ли имеет смысл ограничиваться лишь непосредственным эффектом; указанные выгоды, вероятнее всего, должны обнаруживаться по завершении реконструкции приобретенных производственных мощностей и общей реорганизации компании⁷.

Финансовый рынок далеко не всегда может обеспечить несмещенный прогноз результатов указанного процесса. Кроме того, выгоды, которые носят частный характер, могут не найти отражения в движении рыночной стоимости корпорации-покупателя.

Известные эксперты М.Дженсен и Р.Рубэк в своем обзоре рассмотрели результаты 13 эмпирических исследований, посвященных С и П в американской экономике. По их оценкам, дополнительный доход, получаемый корпорациями-покупателями, составлял около 4% (Jensen, Ruback, 1983). Другие исследования немедленной реакции рынка капиталов на объявленные сделки в 60-х гг. XX столетия примерно соответствовали оценкам Дженсена – Рубэка, а в 70-х гг. снизились до 2% (см. Jarrel, Brickley, Netter, 1988). Примечательно, что в 80-х гг. как упоминавшееся выше, так и другие исследования (например, Bradley, Desai, Kim, 1988) фиксируют отрицательные дополнительные доходы у компаний-покупателей⁸. На результатах С и П явно сказалось вторжение в эту сферу огромных масс спекулятивного капитала.

⁷ При этом неизбежно возникают дополнительные затруднения: чем больший период отделяет рассматриваемую компанию от момента слияния, тем трудней выделить роль начальных импульсов. Исследование, проведенное по семи странам – США, Великобритания, ФРГ, Франция, Швеция, Бельгия и Голландия, – приводит к выводу, что влияние поглощений на прибыльность корпораций удастся проследить лишь на протяжении 3–5 лет после продажи фирмы (см. The Determinants and Effects of Mergers, 1980).

⁸ Это не означает, разумеется, что каждая подобная сделка приводила к уменьшению рыночной стоимости корпораций-покупателей. Исследование финансовых результатов 133 слияний американских компаний с 1975 г. по июнь 1984 г. показывает, что отрицательные доходы обнаруживались у 53% компаний-покупателей; примечательно, что у остальных корпораций положительные дополнительные доходы чаще всего оказывались сравнительно невелики – до 5% (You, Caves, Smith, Henry, 1986).

До сих пор речь шла о краткосрочном, непосредственном эффекте С и П. Однако особый интерес, как отмечалось выше, могут представлять более отдаленные последствия указанных операций. П.Малатеста рассматривал весьма благоприятный для фирм-покупателей период (1969–1974 гг.), его обследование охватило 336 слияний. Правда, рассматриваемый период после поглощения был не слишком продолжительным – до 5 лет. В своих расчетах он использовал стандартную модель CAPM (с ее помощью оценивались, однако, не ожидаемые доходы, а устанавливаемые *ex post* превышения над «нормальными» доходами).

На протяжении первых пяти месяцев, следовавших за слиянием, средний совокупный дополнительный доход акционеров в расчете на одну компанию-покупателя составил около 20 млн долл., но через 61 месяц был зафиксирован отрицательный доход, составлявший в среднем 117 млн долл. на компанию (Malatesta, 1983). Заметим при этом, что средние величины в данном случае могут оказаться просто равнодействующей разнонаправленных эффектов: сравнительно небольшого положительного эффекта, наблюдавшегося у многих покупателей, и особенно крупных убытков, с которыми столкнулось несколько попавших в исследование инвесторов, при реализации чрезвычайно рискованных проектов С и П.

Поэтому особый интерес представляют результаты исследований, в которых авторы стремятся дезагрегировать совокупные данные и выделить возможные стратегии корпорации-покупателя. К числу таких работ можно отнести статью Э.Берковича и М.Нарайнана, обобщившую данные по 330 тендерам американских компаний (1963–1988 гг.). Примерно в половине всех исследованных случаев слияния приносили покупателям положительный доход, составлявший в среднем около 10 млн долл. В 78 случаях (из 330) слияния сопровождалось падением общей доходности (отрицательной доходностью) сделки для продавцов и покупателей. Расчеты авторов подводят к выводу о том, что главную роль в инициировании указанных слияний играло стремление менеджеров к сосредоточению в своем распоряжении свободных потоков денежных ресурсов (Berkovitch, Narayanan, 1993). Результаты исследования хорошо согласуются с упоминавшейся выше гипотезой М.Дженсена.

Неблагоприятные последствия для компании-покупателя проявляются особенно отчетливо в тех случаях, когда речь идет о конгломератных поглощениях 60-х – начала 70-х гг. Можно сослаться в этой связи на результаты исследования Д.Рэвенскрафта и Ф.Ширера, рассматривавших слияния в обрабатывающей промышленности США. Фирмы, прибегшие к конгломерат-

ным поглощениям, по оценкам авторов, впоследствии продали больше половины приобретенных компаний. Корпорации, не продавшие приобретенные предприятия, столкнулись с серьезным снижением своей рентабельности. До слияния норма прибыли приобретенных компаний (стоимость активов которых не была объявлена в момент покупки) превышала среднеотраслевые показатели рентабельности более чем в два раза, а после слияния она неизменно оказывалась гораздо ниже. Требовалось, в среднем, примерно девять лет, чтобы доходность поглощенных компаний могла достичь среднеотраслевых характеристик рентабельности (см. Ravenskraft, Scherer, 1987).

Как отмечалось выше, неэффективные С и П кладут начало циклам интеграции и последующего обособления различных хозяйственных операций. М.Митчелл и К.Лейн особо выделили те поглощения, на которые американские финансовые рынки реагировали значительным понижением курса акций корпораций-покупателей. Эти авторы смогли продемонстрировать, что среди компаний, попавших в указанную группу, большая часть сама оказалась объектом С и П на протяжении последующего периода. Одно из первых решений, которое принимал «покупатель покупателя» после поглощения, — это увольнение ряда высших должностных лиц, осуществлявших строительство неэффективных «хозяйственных империй» в предшествующий период (Mitchell, Lehn, 1990).

Вместе с тем результаты обследований, по-видимому, могут свидетельствовать о том, что С и П во многих случаях открывают путь к повышению эффективности хозяйственных операций. Во всяком случае, среди корпораций-целей чаще всего присутствуют убыточные (или недостаточно прибыльные) фирмы — см. Palepu, 1986; Morck, Shleifer, Vishny, 1988.

Обследование крупных слияний (более 50 случаев, 1979–1983 гг.) показало, что в последующий период норма прибыли (до вычета налогов) у корпораций-покупателей оказывалась в среднем на 2,4 процентных пункта выше, чем до слияния — см. Healy, Palepu, Ruback, 1992. В финансовом секторе банки, выступавшие в качестве «поглотителей», чаще всего характеризовались более высокой рентабельностью, и после слияния эффективность их операций в большинстве случаев действительно повышалась (de Young, 1997).

Можно ли полагать, что тендерное предложение о приобретении акций служит сигналом, выявляющим рыночную недооценку компании-цели? Результаты исследований С и П лишь частично согласуются с указанными теоретическими предположениями. В случаях, когда предложение о слиянии

было отвергнуто руководством компании-цели, данная компания привлекала к себе внимание и часто действительно оказывалась объектом поглощения в последующий период.

Если она все же оставалась непроданной, то, как свидетельствуют наблюдения за рынком (см., например, Bradley, Desai, Kim, 1983), на протяжении последующего периода – от года до 5 лет – рыночный курс ее акций возвращался примерно к тому же уровню, который существовал до первого тендерного предложения. Применительно к этим случаям вряд ли можно утверждать, что акции были недооценены рынком и предложение о покупке выступало в качестве сигнала, побуждавшего к приобретению таких акций.

Некоторое подтверждение в эмпирических исследованиях получила также гипотеза, согласно которой одной из целей агрессивного поглощения служит необходимость избавить фирму от инертного (или, как отмечалось выше, чрезмерно активного, стремящегося к расширению своей «хозяйственной империи») «окопавшегося» менеджмента, не соглашающегося добровольно покинуть свои посты – см. Shivdasani, 1993; Schwert, 1996. Вместе с тем, как свидетельствуют расчеты Г.Шверта, принудительный («жесткий») характер поглощения чаще всего был связан с особенно упорным торгом, который вели менеджеры корпорации-цели, – торгом, направленным на достижение более выгодных для (акционеров) этой корпорации условий поглощения.

Одна из трактовок теоретической гипотезы М.Дженсена, использовавшаяся в эмпирических исследованиях, сводилась к тому, что менеджеры корпорации-покупателя в качестве объекта поглощения выбирают фирмы, обладающие сравнительно большими ликвидными резервами. Результаты некоторых исследований (см., например, Harford, 1999) трудно согласовать с гипотезой Дженсена: в соответствии с указанными расчетами фирмы, обладавшие крупными резервами ликвидных средств, на самом деле не чаще, а реже других выступали в качестве объекта поглощения.

Таким образом, как явствует из результатов многих исследований, теоретическая модель С и П, обеспечивающих реализацию различных видов «синергии» и повышение эффективности тех операций, которые осуществляются корпорациями-покупателями, получает некоторую поддержку. Но еще большей представляется роль рынка корпоративного контроля С и П в «расформировании» неэффективных компаний и общем перераспределении (реаллокации) ресурсов. В указанных случаях, к сожалению, особенно трудно оценить масштабы повышения эффективности, но в отдельных исследо-

ваниях отмечаются наибольшие выгоды, которые корпорации-покупатели могли извлекать из перепродажи части активов, ранее принадлежавших компании-цели (Mikkelsen, Ruback, 1985)⁹, или в результате сокращения излишней рабочей силы на предприятиях этой фирмы (Shleifer, Summers, 1988).

Вместе с тем немало фактов говорит о том, что часть сделок, особенно на гребне волны С и П диктуется, скорее, спекулятивными мотивами и/или амбициями могущественных менеджеров (гипотеза, трудно поддающаяся сколько-нибудь строгой эмпирической проверке). Достаточно напомнить в этой связи о мощной волне конгломератных слияний в 60-х – 70-х гг. М.Дженсен показал, что лишь некоторую, не очень большую часть этих слияний можно связать с проявлением жесткой дисциплины, диктуемой рынком капиталов (см. Jensen, 1993).

Показательным можно считать и то обстоятельство, что наибольшая часть С и П реализуется не тогда, когда впервые обнаруживается целесообразность подобной сделки, а лишь тогда, когда развертывается массовая волна интеграционных процессов. В нарастании такой волны немалую роль обычно играет спекулятивная лихорадка.

У.Шугарт и Р.Толлисон показали, что годовая динамика С и П в США на протяжении 1895–1947 и 1948–1979 гг. хорошо описывается авторегрессионной зависимостью, когда масштабы С и П в данном году в большой мере определяются уровнем активности, достигнутым в предшествующем году (Shughart, Tollison, 1984). Поскольку движение волны С и П подчинено логике процесса «образования пузыря» (bubble process), оно неизбежно приводит к чередованию «недостаточных» действий рыночного механизма с «избыточными».

До сих пор речь шла о центральной проблеме, которой были посвящены упоминавшиеся исследования: рассматривался вопрос о том, как С и П влияют на изменения эффективности, а вместе с тем – на рыночную стоимость соответствующих корпораций. В заключение отметим и один из более «технических» аспектов проблемы.

Финансовые потоки С и П существенно зависят и от предлагаемых условий форм платежа. В тех случаях, когда корпорация-покупатель предлагала в качестве средств платежа собственные акции, рыночный курс этих акций неизменно обнаруживал тенденцию к «проседанию». В соответствии с расчетами Н.Травлоса, через два дня после объявления об обмене акции

⁹ В ряде случаев подобная перепродажа активов включается в «пакетную сделку» при самом заключении контракта (см., например, в «New York Times» 31.XI. 1985, р. 29, 31).

американских компаний-целей дополнительно поднимались в цене на 12,0%, а акции корпораций-покупателей дешевели в среднем на 1,5%, причем подобный эффект снижения курсов акций покупателя полностью исчезал в случае оплаты деньгами (Travlos, 1987). Одна из возможных интерпретаций связывает понижение рыночной стоимости в случаях обмена акций с негативным сигнальным эффектом: покупатель может испытывать трудности с ликвидными резервами и/или натолкнуться на отказ банка предоставить соответствующую ссуду.

Таким образом, результаты эмпирических исследований говорят о том, что корпорации могут прибегать к С и П, исходя из различных соображений. Как отмечалось выше расчеты, сделанные рядом авторов, неплохо согласуются с гипотезой, предполагающей стремление высших менеджеров к контролю над возможно более обширными потоками «свободных» денежных ресурсов. Нарастанию волны недостаточно эффективных конгломератных слияний безусловно могла способствовать стратегия высших руководителей корпорации, направленная на расширение их «хозяйственных империй».

И все же важнейший вывод, к которому приходит большинство эмпирических исследований, – это вывод, согласно которому С и П «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. Однако по мере нарастания волны С и П неизбежно увеличивался и размах спекулятивных операций, неоправданных «хозяйственных экспериментов», приводивших к появлению нежизнеспособных «рыхлых» объединений и т.п.

1.3. Новые формы реструктуризации хозяйственных операций

Переход к закрытым компаниям: опыт 80-х гг. Мощная волна С и П вызвала к жизни такие формы реструктуризации, которые по существу представляли собой реакцию на угрозу агрессивных поглощений. Для ряда предпринимателей все более привлекательным представлялся отказ от публично-правовой формы корпорации и переход к «закрытым» формам организации бизнеса (going private). С конца 70-х – начала 80-х гг. особенно широкое распространение получает реструктуризация в форме выкупа акций и

организации на базе приобретенной компании фирмы с «закрытым» частным владением. При этом выкуп чаще всего финансировался за счет заемных средств, поэтому эту форму С и П связывали с выкупом с помощью долгового финансирования (Leveraged Buy-Out, далее LBO). В США с начала 80-х гг. от 10% до 27% всех С и П на рынке корпоративного контроля представляли собой LBO.

В качестве инициатора подобной реструктуризации выступал инвестор, формировавший некую номинально провозглашаемую компанию («shell corporation»); эта корпорация и осуществляла выкуп акций. После того как операция была завершена, обе фирмы – «новая» (недавно появившаяся) компания-покупатель и компания-цель обычно объединялись между собой. Кредиты на приобретение акционерного контроля инициаторы LBO могли получить под залог имущества, принадлежавшего покупаемой компании; срок банковской ссуды чаще всего не превышал семи лет.

После того как сделка была завершена, новые владельцы во многих случаях сразу же приступали к реорганизации компании-цели. Значительную часть активов, которые оказывались «излишними» (что выявлялось особенно наглядно при переходе к новой специализации компании) инициаторы LBO продавали, используя вырученные средства для частичного погашения большой задолженности фирмы.

LBO в существенной степени дополнили остальные формы С и П. Для расформирования рыхлых конгломератов и «фокусирования» деятельности компаний в тех секторах, где они могли бы использовать преимущества специализации, требовались дивестиции и другие формы сужения сферы хозяйственных операций¹⁰. При этом некоторая часть управляющего персонала находила привлекательным для себя приобретение того подразделения, которое прежние или новые владельцы направляют на продажу. Подобный выкуп, когда собственником некоторого сегмента компании становились (прежние) менеджеры, в литературе принято называть Management Buy-Out, далее MBO. К середине 80-х гг. 11–15% всех дивестиций в американской экономике были представлены MBO.

Среди основных действующих лиц LBO и MBO особое место всегда занимал специализированный финансовый посредник, помогавший разработать наиболее эффективный вариант выкупа и привлечь соответствующих кредиторов (или предоставлявший основную часть ссуды). В большинстве случаев в указанной роли выступали крупные инвестиционные банки;

¹⁰ Формы такого сужения сферы деятельности компании рассматриваются ниже.

в США особую известность получила фирма KKR («Kohlberg, Kravis, Roberts and Company»), чаще других предлагавшая свои услуги в качестве эксперта по осуществлению выкупа.

Сделка LBO обычно предполагает взаимную заинтересованность покупателя и продавца в осуществлении соответствующей купли-продажи. Однако и в этой сфере неоднократно встречались случаи агрессивного поглощения.

Мощное распространение LBO и MBO в сочетании с политикой выкупа акций, проводившейся рядом крупнейших корпораций, привели к тому, что общая сумма размещенного акционерного капитала в США значительно сократилась. При этом, чем крупнее были масштабы компании, прибегавшей к LBO, тем меньше оказывались шансы на успех команды менеджеров, стремящейся заполучить контроль над предприятиями фирмы.

Показательны результаты тендерных торгов по акциям американской фирмы «RJR Nabisco». В начале тендера группа менеджеров предложила акционерам фирмы выкупить акции по 75 долл. за штуку. KKR ответила предложением уплатить 90 долл. за акцию. В ходе дальнейшей конкуренции делались предложения, которые оказывались все более выгодными для акционеров «Nabisco». Примечательно, что в последнем туре группа менеджеров предложила более высокую цену (112 долл. за акцию) чем KKR (109 долл.), но совет директоров решил принять предложения, предусматривавшие более надежную схему обслуживания долговой нагрузки¹¹.

И тем не менее не только MBO, но и другие формы LBO чаще всего приводили к увеличению доли инсайдеров в акционерном капитале. В особенно большой мере это относилось к высшему управленческому персоналу. В соответствии с подсчетами С.Кэплана, на протяжении 80-х гг. удельный вес высших управляющих (CEO) в собственном капитале тех американских компаний, которые прибегли к поглощениям в форме LBO, увеличился с 1,4% до 6,4% (Kaplan, 1989).

Из самого описания техники LBO и MBO следует, что указанные формы реструктуризации в наибольшей степени применимы к превращению не очень крупных компаний в закрытые частные фирмы (privately-held firms). Однако, как свидетельствует упоминавшийся выше пример «RJR Nabisco», могут встречаться и существенные исключения из этого правила.

Все же в тех случаях, когда реструктуризации подвергаются крупные корпорации, чаще можно встретить рекапитализацию в форме «покупки» за

¹¹ К тому же предложения группы менеджеров предусматривали чрезвычайно высокие «компенсационные» выплаты и всякого рода бонусы управленческому персоналу.

(наличные) деньги (Leveraged Cash-Out, далее LCO). Источником финансовых ресурсов и в этом случае выступают заемные операции, например, выпуск фирмой необеспеченных облигаций с высокой степенью риска («мусорных» облигаций, junk bonds). Осуществив подобную эмиссию, корпорация получает возможность выплатить (однократный) чрезвычайно большой дивиденд внешним владельцам акций, тогда как инсайдеры получают на соответствующие суммы дополнительное количество акций¹²; новые акции («stubs») при этом часто выпускаются также для обмена на старые. Таким образом, рекапитализация в ходе LCO предполагает дополнительную эмиссию акций и облигаций (в некоторых случаях – выкуп части ранее выпущенных акций). Акции компании, прибегнувшей к LCO, как правило, значительно (например, на 20–30%) повышаются в цене.

Как и LBO, «покупка» за наличные деньги представляет собой сравнительно новую форму рекапитализации – инвестиционный банк «Goldman Sachs» впервые опробовал ее на фирме «Multimedia» в 1985 г. Как и в предшествующем случае, такая перестройка структуры капитала предполагает скачкообразное увеличение финансового рычага и последующее интенсивное погашение задолженности. Однако в случае LCO фирма не утрачивает статус корпорации, публично размещающей свои ценные бумаги, и во многих случаях «внешние» владельцы продолжают хранить весьма значительную часть акций.

Вместе с тем осуществление LCO ведет к резкому увеличению доли инсайдеров в акционерном капитале корпорации: в компании «Multimedia» в результате указанной операции удельный вес инсайдеров в общем распределении акций повысился с 13% до 43%, а в известной издательской фирме «Harcourt, Brace, Yovanovich» – с 7% до 30%. Как и в случаях MBO, роль менеджеров в принятии решений возрастает, но большинство голосов при реструктуризации в форме LCO обычно все же сохраняют за собой внешние владельцы.

Благодаря своему статусу открытой корпорации фирма сохраняет доступ к ресурсам, предоставляемым рынками ценных бумаг. Некоторое ослабление контроля со стороны внешних владельцев порождает дополнительные риски, связанные с увеличением издержек мониторинга и большей вероятностью «окапывания» инсайдеров (впрочем, похожие опасности подс-

¹² Каждая из восьми крупных американских компаний, прибегнувших к LCO в 1987 г., выплатила своим акционерам в среднем около 2 млрд долл. (Kleiman, 1988). Вместе с тем высший управленческий персонал компании, осуществляющей LCO, получает возможность направить дополнительные денежные ресурсы на выкуп акций своей корпорации.

терегают и реструктуризацию на путях МВО), однако в обоих случаях чрезвычайно высокая долговая нагрузка может оказать важное дисциплинирующее воздействие на стратегию управления компанией¹³.

Одно из исследований в этой области выявило любопытный факт: у компаний, в которых менеджеры владеют большой (не менее 45%) долей всей акционерной собственности, обнаруживается гораздо более отчетливая корреляция между курсовыми доходами (по их акциям) и доходами, фигурирующими в бухгалтерской отчетности корпорации, чем у фирм, со сравнительно небольшой (до 5%) долей менеджеров во владении акциями. Если отчетные доходы компаний используются в качестве экзогенной переменной в уравнении регрессии, характеризующем курсовые доходы, то при переходе от второй группы корпораций к первой коэффициент регрессии при этой объясняющей переменной увеличивается в четыре с лишним раза (см. T.Warfield, J.Wild, K.Wild, 1995, p. 86).

Однако LBO, по-видимому, обладает и некоторыми достоинствами, которые могут быть не всегда присущи LCO. К выкупу с помощью долгового финансирования часто прибегают в случае чрезвычайного бюрократического разрастания управленческого аппарата; LBO позволяет сделать систему управления более простой и действенной. Кроме того, большая долговая нагрузка (финансовый рычаг) способствует укреплению рыночной дисциплины и ограничивает возможности увеличения издержек, порождаемых противостоянием «принципал – агент».

После того как (закрытые) частные компании завершают процедуру выкупа, новый состав их руководства может принять решение (а во многих случаях и явно заинтересован в таком решении) о возвращении к статусу открытого акционерного общества. Около половины всех американских фирм, прибегнувших к подобному выкупу на протяжении 1979–1986 гг., вернулись к публичному размещению своих акций до августа 1990 г. (Kaplan, 1991).

Подобная цепь операций – Reverse Leverage Buy-Out – RLBO, предпо-

¹³ Более того, увеличение влияния менеджеров на принятие решений может сопровождаться сменой всей системы учета и отчетности в корпорации; новая система должна рельефней выделять увеличение доходов фирмы и тем самым привлекать больше внешних инвесторов. Одно из исследований в этой области выявило любопытный факт: у компаний, в которых менеджеры владеют большой (не менее 45%) долей всей акционерной собственности, обнаруживается гораздо более отчетливая корреляция между курсовыми доходами (по их акциям) и доходами, фигурирующими в бухгалтерской отчетности корпорации, чем у фирм, со сравнительно небольшой (до 5%) долей менеджеров во владении акциями. Если отчетные доходы компаний используются в качестве экзогенной переменной в уравнении регрессии, характеризующем курсовые доходы, то при переходе от второй группы корпораций к первой коэффициент регрессии при этой объясняющей переменной увеличивается в четыре с лишним раза (см. T.Warfield, J.Wild, K.Wild, 1995, p. 86).

лагает чрезвычайно сильные перепады в соотношении собственных и заемных средств компании. Для иллюстрации можно обратиться к исследованию, включившему 72 американских компании, которые сформировались в результате выкупа с помощью долгового финансирования и впоследствии вернули себе статус корпорации, публично размещающей свои акции. До осуществления выкупа финансовый рычаг (отношение общей суммы задолженности к собственному капиталу) у корпорации-цели составлял 78%, после LBO его уровень взлетел до 1415%, но уже через два года опустился до 376% и к моменту нового публичного размещения акций (Secondary Initial Public Offering, SIPO) не превышал 150% (Muscarella, Vetsuypens, 1990). Следовательно, новые формы реструктуризации отнюдь не предполагали отказа от использования традиционных институциональных структур рынка капиталов.

Интенсивная реструктуризация в процессе RLBO сопровождается существенными изменениями в системе акционерного контроля. Эти подвижки в «расстановке сил» внутри компании, собственно, и являются одной из основных задач, которые должны быть решены с помощью описанной последовательности преобразований. Выкуп имущества дает возможность высшему управленческому персоналу и другим инсайдерам на первом этапе реструктуризации скачкообразно увеличить свою долю в акционерном капитале и свое положение в образовавшейся закрытой компании. Вместе с тем большее влияние в ней приобретают и «активные» инвесторы, реально осуществлявшие мониторинг управленческих решений. На следующем этапе указанные фирмы вновь обретают статус открытых корпораций. Теперь они могут, прибегнув к публичному размещению дополнительной партии своих ценных бумаг (нередко по повышенному курсу) и использовав полученные средства для частичного погашения задолженности, существенно улучшить финансовое положение компании.

Выше уже упоминались некоторые эмпирические исследования RLBO (Muscarella, Vetsuypens 1990). Р.Холтхаузен и Д.Ларкер подробно изучали опыт 90 американских компаний, которые на протяжении 1985–1986 гг. прибегли к LBO, а в 1986–1987 гг. вернули себе статус открытого акционерного общества и публично разместили новые выпуски акций. Поскольку, в отличие от первого исследования, здесь рассматривались более краткосрочные изменения, то и колебания характеристик финансового рычага демонстрировали сравнительно меньший размах¹⁴. После дополнительной эмиссии (SIPO), разумеется, снизился и удельный вес инсайдеров в акционерном капитале фирмы: после LBO медианная доля инсайдеров составляла 82,4%, а после эмиссии она опустилась до 51,3%.

¹⁴ Медианное повышение задолженности фирмы к ее собственному капиталу после выпуска составляло 0,86, а после публичного размещения дополнительной эмиссии оно изменилось до 0,58.

Нетрудно видеть, что и после возвращения фирме статуса открытой корпорации эта доля продолжала оставаться чрезвычайно высокой. Это же относится и к доле менеджерского персонала (соответственно 21,4% и 14,3%): и после дополнительной эмиссии акций она значительно превышала медианную долю менеджеров в аналогичных компаниях, не прибегавших к LBO (Holthausen, Larker, 1996).

Конечным итогом описанной цепи операций, характеризующих RLBO, оказывается более серьезное бремя платежей по накопленной задолженности, которое как бы и «материализует» требования дисциплины, диктуемой финансовыми рынками. Иными словами, такая последовательность операций позволяет, что представляется особенно существенным, реализовать расширившиеся возможности влияния на стратегию фирмы со стороны управленческого персонала и «активных инвесторов».

Формы финансирования реструктуризации: низкокачественная задолженность. Обратной стороной нараставшей волны менеджерских и прочих выкупов неизбежно оказывалось быстрое разбухание низкокачественных («мусорных») облигаций¹⁵, junk bonds, размещавшихся и котирувавшихся на финансовых рынках, и «промежуточной» задолженности, оказавшейся результатом прямого (частного) размещения соответствующих обязательств среди инвесторов. Чрезвычайно серьезные проблемы, обнаружившиеся в указанном секторе рынка ценных бумаг к концу 80-х гг., явственно определили экономические границы выкупа и реструктуризации, опиравшейся на долговое финансирование.

Рынок низкокачественных облигаций начал формироваться во второй половине 70-х гг., когда сравнительно небольшой – в то время – инвестиционный банк «Drexel, Burnham, Lambert» («DBL») подписался на тридцатилетний выпуск необеспеченных облигаций «Texas Instrumental». Частное размещение облигаций обычно наталкивается на многочисленные трудности (особенно сильная асимметрия информации, возможность повышенных рисков, отсутствие стандартов в формулировании облигационных контрактов и пр.). Однако «DBL» активно выступил не только в качестве маркет-мейкера, но и в роли «последнего прибежища» («bank of last resort»), готового в любой момент поддержать позиции этих обязательств на рынке. К середине 80-х гг. «DBL» реализовал до половины всего размещения многомиллиардных новых займов на финансовых рынках.

Низкокачественные облигации выкупались на условиях, позволявших инвестиционному банку пересматривать процентные ставки с учетом изме-

¹⁵ Такие обязательства обычно являются долгосрочными (10–20 лет), причем по одной из наиболее распространенных разновидностей таких обязательств (deferred-interest bonds) на протяжении начального периода процентные доходы не выплачиваются, что предполагает особенно серьезное увеличение долговой нагрузки в последующий период.

нившейся рыночной обстановки и оценки рисков (extendable reset bonds), поддерживая при этом фиксированную цену облигаций. При наблюдавшихся в те годы сильных перепадах в темпах инфляции и неопределенности временной структуры процентных ставок подобные характеристики облигаций смогли удовлетворить даже столь требовательных инвесторов как страховые компании, взаимные фонды и даже частные пенсионные фонды. К концу 80-х гг. на них в общей сложности приходилось около трех четвертей всех низкокачественных облигаций, размещение которых опиралось на поддержку «DBL» и других инвестиционных банков.

Циклический подъем 80-х гг. характеризовался особенно интенсивным расширением эмиссии низкокачественных облигаций. Лишь за пять лет, с 1984 г. по 1989 г., общая сумма размещавшихся на первичных рынках низкокачественных облигаций превысила 1000 млрд долл. Вместе с тем по мере развертывания волны LBO и насыщения спроса рыночные позиции «мусорных» облигаций стали быстро ухудшаться. При сложившейся системе формирования процентных доходов (extendable reset interest rates) это находило выражение в более или менее неуклонном увеличении разрыва (market spread) между процентом, который должен платить заемщик, и доходностью ценных бумаг высшего инвестиционного класса.

Наряду с «мусорными» облигациями корпорации, осуществлявшие LBO, использовали также различные формы промежуточного финансирования (mezzanine financing). Для этого чаще всего использовались «субординированные» долговые обязательства, представлявшие собой облигации довольно низкого качества. Как правило, они не обеспечены каким-либо залогом, и в случае банкротства фирмы претензии по ним могут удовлетворяться после большинства кредиторов лишь из оставшейся конкурсной массы¹⁶.

Волна эмиссии низкокачественных обязательств, сопровождавшая быстрый рост числа LBO и MBO, конечно, способствовала нарастанию серьезной напряженности на рынках ценных бумаг, но все же не привела к реализации апокалиптических предсказаний некоторых аналитиков – к катастрофическому обвалу пирамиды «мусорных» облигаций и разрушительному финансовому кризису. Это объясняется, по-видимому, не только успе-

¹⁶ Другой вариант промежуточного финансирования связан с выпуском производных ценных бумаг – варрант, которые (через определенный срок) могут быть конвертированы в акции выкупаемой фирмы. Поскольку тем самым создаются определенные возможности для увеличения доли акций, сосредоточенных у аутсайдеров, инициаторы MBO часто стремятся возможно более жестко ограничить привлечение ресурсов путем продажи варрант.

хами реорганизации большинства компаний, прибегнувших к LBO¹⁷, но и функционированием ряда институциональных стабилизаторов, встроенных в современную систему американских финансовых рынков.

Тем не менее, начиная со второй половины 80-х гг. рынок «мусорных» облигаций стал обнаруживать все более заметные сбои, к концу 80-х гг. капитализация этого рынка сократилась в десять с лишним раз. Разрывы в купонных доходах между «мусорными» облигациями и ценными бумагами инвестиционного класса (речь идет о главной характеристике – уязвимости, непрочности рыночных позиций extendable reset bonds) достигли невиданных размеров – 700–900 базисных пунктов.

В среднем каждая третья фирма, завершившая реорганизацию на путях LBO, вынуждена была объявить дефолт по своим обязательствам (Kaplan, Stein, 1993). К концу 80-х гг. неплатежи и банкротства в большей мере дезорганизовали рынок низкокачественных обязательств. Напомним, что к 1970 г. банкротство «Penn Central» отозвалось в рекордной для того времени норме банкротства по недостаточно надежным обязательствам – 3,4%. В 1987 г. норма банкротства по низкокачественным обязательствам достигла 5,8%, а в 1990 г. и 1991 г. впервые в истории превысила 10%. Общая сумма обязательств фирм, объявивших дефолт по таким обязательствам на протяжении 1986–1991 гг., превысила 60 млрд долл. (расчеты по Altman, Bencivenga, 1995).

Дефолт гигантской промышленной фирмы «LTV» придал мощное ускорение процессам нарастания неплатежей; в результате к 1989 г. должна была объявить о банкротстве и компания «DBL», которая, как отмечалось выше, наиболее активно поддерживала размещение и рыночный оборот низкокачественных облигаций. Вместе с крушением маркет-мейкера и катастрофическим падением ликвидности ранее выпущенных обязательств резко сузились возможности финансирования новых LBO.

Потрясения рынка, разумеется, не означали ухода низкокачественных ценных бумаг в небытие. Подобные обязательства обнаружили немалую жизнеспособность, и опыт их эмиссии оказался востребованным во второй половине 90-х гг. Но на сей раз лишь 30% их эмиссии было связано с выкупом активов в ходе С и П (Holmstrom, Kaplan, 2001, p. 6).

Реструктуризация компаний: экономические последствия. По мере того как реструктуризация с помощью долгового финансирования получала широкое распространение, увеличивалось и число эмпирических исследо-

¹⁷ Вплоть до 1985–1986 гг. число банкротств по низкокачественным обязательствам не превышало «критического уровня»; серьезные проблемы начались лишь во второй половине 80-х гг.

ваний, ставивших своей целью изучение последствий такой реорганизации. В какой мере она сказывалась на эффективности хозяйственных операций выкупаемой фирмы?

Опыт перехода от открытой корпорации к закрытой фирме изучается в статье Г. де Анджело, Л. де Анджело и Э.Райса, включивших в свою выборку 72 случая реструктуризации капитала средними фирмами (медианная рыночная стоимость акционерного капитала корпораций, прибегнувших к LBO, немногим превышала 15 млн долл.) в 1973–1980 гг. В преобладающем большинстве случаев инициатива реструктуризации исходила от инсайдеров: медианная доля менеджеров в акционерном капитале всех рассматривавшихся фирм составляла 51%.

Переход к новой организационной форме – закрытой частной компании сопровождался статистически существенным, а подчас и весьма значительным по масштабам увеличением рыночной стоимости соответствующих фирм: на протяжении 40 дней со времени объявления такого перехода стоимость акционерного капитала увеличивалась в среднем на 30%. Средняя премия (по сравнению с рыночными курсами, зафиксированными за два месяца до объявления о переходе) составила 57% (De Angelo, De Angelo, Rice, 1984).

Л.Лоуэнстайн на примере крупных сделок (стоимость каждой составляла не менее 100 млн долл.) изучил опыт осуществления MBO в 1979–1984 гг. В его выборке оказались крупные корпорации, поэтому и доля менеджмента в акционерной собственности была, естественно, гораздо более низкой: медианная доля акций, принадлежавших до реструктуризации управленческому персоналу, составляла 3,8%.

Результаты MBO хорошо согласовывались с приведенными выше соображениями. Медианная премия, которую получили владельцы акций, выпущенных открытой корпорацией (по сравнению с рыночным курсом, установившимся за месяц до объявления о начале торгов), составила 58%. В тех случаях, когда число туров в аукционных торгах составляло не менее трех, медианная премия достигала 76% (Lowenstein, 1985).

В некоторых случаях не получила подтверждения теоретическая гипотеза, согласно которой менеджеры, принимающие стратегические решения, склонны направлять избыточные капиталовложения в строительство «хозяйственных империй»: в случаях MBO эта тенденция, по-видимому, реализуется в значительно более ограниченных масштабах. С.Кэплан и Э.Смит в своих исследованиях показали, что после осуществления MBO менеджеры, укрепившие свои позиции в сфере акционерного контроля, склонны скорей

сокращать, а не увеличивать инвестиционные расходы своих фирм; эти расходы чаще всего оказываются меньше, чем у других компаний той же отрасли (см. Kaplan 1989; Smith, 1990).

К.Лен и А.Паулсен включили в свою выборку LBO, проведенные 92 корпорациями (1980–1984 гг.), причем фигурирующие в их исследовании компании значительно крупнее тех, которые рассматривались Г. де Анджело, Л. де Анджело и Э.Райсом. В 72 случаях, когда платежи осуществлялись немедленно с помощью прямого перевода денежных средств, средняя премия, получаемая продавцами акций (цены через 20 торговых дней после объявления торгов сравниваются с ценами, зафиксированными за 20 торговых дней до этого объявления) составила 41% – см. Lehn, Poulsen, 1988.

Большинство исследований последствий МВО фиксируют реорганизацию, направленную на сокращение «чрезмерных» расходов, осуществлявшихся прежней корпорацией; нередко менеджеры продавали убыточные подразделения фирмы и прибегали к значительному сокращению числа рабочих и служащих¹⁸.

Как отмечалось выше (исследования Kaplan, 1986; Smith, 1990), во многих случаях сокращались и капиталовложения фирмы; экономическая интерпретация таких изменений представляется несколько более сложной. Дело в том, что в ходе LBO (соответственно, МВО) имеет место перераспределение риска между собственниками фирмы и кредиторами; в связи с этим несколько ограничивается и доля средств, которыми руководители фирмы могут свободно распоряжаться. В подобных условиях предприниматели, осуществляющие реструктуризацию, могут стремиться к существенному ограничению наиболее рискованных инвестиционных проектов.

¹⁸ К аналогичным выводам приводят и результаты исследования частичных (divisional) МВО. При таком варианте выкупа продаваемая фирма может быть аффилирована с головной (родительской) компанией; последняя в ряде случаев сохраняет часть акций продаваемой фирмы. В одном из исследований рассматривался 151 случай частичных МВО: дополнительный курсовой доход по акциям, получаемый родительской компанией, обычно был невелик (при интервале в два дня до и после объявления о выкупе он составлял примерно 0,5%) – см. Hite, Vetsuypens, 1988. Другое исследование, включавшее 45 случаев частичных МВО, обнаружило, что изменения курсов на протяжении аналогичного периода (рыночный курс акций через 2 дня после объявления выкупа сравнивался с курсом, зафиксированным за 2 дня до объявления) обеспечивал средний дополнительный доход в 2% (Muscarella, Vetsuypens, 1990). Таким образом, выкуп с помощью долгового финансирования в обоих исследованиях обнаруживал положительный эффект, и часть ожидаемых выгод (хотя и не столь внушительная, как в упоминавшихся выше случаях) доставалась собственникам родительской корпорации.

Вместе с тем необходимость крупных выплат, связанных с обслуживанием возросшей задолженности, побуждает к сокращению всевозможных представительских расходов и капитальных затрат, оказывающихся излишними с точки зрения «сфокусированных» хозяйственных операций компании.

К выводам о положительных последствиях реорганизации и о повышении рентабельности фирм, прибегавших к LBO, приходит также ряд других исследователей. Но согласуется ли волна банкротств, которая во второй половине 80-х гг. затронула почти треть фирм, прошедших LBO, с приведенными выводами о том, что реструктуризация обеспечивала существенное повышение эффективности?

Г.Андрате и С.Кэплан, рассмотрев изменения в фирмах, осуществлявших LBO и вынужденных в конце концов объявить дефолт, приходят к следующему выводу: реорганизация действительно приводила к существенному повышению эффективности. Но, поскольку владельцы фирмы должны были уступать большую часть этих выгод прежним владельцам выкупленной компании, улучшения, достигавшиеся к концу 80-х гг., оказывались недостаточными для того, чтобы справиться с тяжелым бременем обязательств по обслуживанию принятой на себя задолженности – неизбежного спутника этого вида С и П (см. Andrade, Kaplan, 1998).

С.Кэплан и Дж. Стайн приводят любопытную группировку сделок по времени: в их выборке ни одна из 24 фирм, прибегнувших к LBO в 1980–1983 гг. не разорилась, тогда как около половины фирм, начавших реструктуризацию на путях LBO в 1986 г., и почти треть фирм, приступивших к LBO в 1987 г., впоследствии вынуждены были объявить о банкротстве (см. Kaplan, Stein, 1993).

Более того, даже если оставить в стороне соображения рентабельности и предположить, что главной целью реструктуризации была просто погоня за свободными потоками денежных ресурсов, то и в этом случае результаты эмпирических исследований могут согласоваться с указанной гипотезой лишь применительно к первой половине 80-х гг. (см. Blair, Scharly, 1992).

Таким образом, высокая рентабельность операций, связанных с реструктуризацией на путях LBO, и спекулятивный наплыв капитала во второй половине 80-х гг. вызывали весьма неблагоприятные изменения в финансовом положении тех корпораций, которые решили прибегнуть к выкупу с помощью долгового финансирования (см. Opler, 1993). Ведь те сектора экономики, в которые хлынула последующая волна массового выкупа, использовали довольно консервативные, плохо поддающиеся оперативной перестройке технологии, тогда как цены выкупаемых предприятий к этому време-

ни оказывались чрезвычайно высокими. Все это утяжеляло бремя последующих выплат по долговым обязательствам.

Еще одним косвенным свидетельством жизнеспособности «выживших» новых фирм, формировавшихся на базе LBO, может служить последующее успешное возвращение большинства из них в число открытых акционерных компаний. Об этом говорят, в частности результаты исследования последствий Reverse LBO в работах Mian, Rosenfeld, 1993 и Holthausen, Larker, 1996. В последней из упомянутых работ показано, что рентабельность компаний, прибегнувших к RLBO не только в том году, когда публично размещалась новая эмиссия, но и в предшествующем году, была существенно выше, чем у медианной компании соответствующей отрасли. Более того, у исследованных компаний, осуществлявших реструктуризацию на путях RLBO, это преимущество сохранялось на протяжении четырех лет после возвращения им статуса открытого акционерного общества (см. Holthausen, Larker, 1996, p. 296).

Среди факторов, объясняющих успех новых форм реструктуризации, немалую роль, по-видимому, играли и конкретные условия, сложившиеся в США к концу 70-х гг.

Экономический рост в США в 80-е гг. сопровождался интенсивной организационной перестройкой крупных корпораций. Выше отмечалось, что волна С и П в предшествующие годы привела к формированию большого числа нежизнеспособных «рыхлых» конгломератов. К концу 60-х гг. на конгломератные сделки приходилось от 1/2 до 2/3 всех С и П на американском рынке корпоративного контроля. Неудивительно, что в последующий период наметилась тенденция к «фокусировке» компаний и уменьшению их резервов; эта тенденция усиливалась все более острой необходимостью в мобилизации ликвидных ресурсов (см. Bhagat, Shleifer, Vishny, 1990). Исследования выявляют любопытную тенденцию – способность финансовых рынков к «обучению». На протяжении 60-х гг. все были уверены в том, что информация о предполагаемом конгломератном поглощении непременно вызовет благоприятную реакцию финансовых рынков и сможет обеспечить дополнительные курсовые доходы. В 80-х гг. рыночная реакция радикально изменилась: теперь такие объявления чаще всего вели к падению рыночного курса акций корпорации-покупателя (Matsusaka, 1993).

Крупные корпорации-конгломераты использовали различные методы

сокращения сферы своих хозяйственных операций – продажи, дивестиции и акционерные «отщепления»¹⁹. Располагая немалой информацией и обширным опытом ведения операций на финансовых рынках, инвестиционные банки, а также команды менеджеров смогли ускорить процессы перехода от хаотичных и расточительных конгломератов к более рационально организованным структурам. Вместе с тем и продававшиеся или «отщеплявшиеся» реальные активы направлялись в те сектора хозяйственной деятельности, где они могли использоваться более эффективно. Повышение рыночной стоимости акций у корпораций, прибегших к реорганизации, по-видимому, могло отражать результаты подобной реаллокации ресурсов.

В соответствии с оценками Г.Блэка и Дж. Грандфеста, оценивавших экономический эффект С и П в 80-х гг., дополнительный (abnormal) доход, который в 1981–1986 гг. получили фирмы-покупатели, воспользовавшиеся корпоративными дивестициями, составлял не менее 27,6 млрд долл. (Black, Grundfest, 1988). Финансовые рынки демонстрировали положительную реакцию в случае продаж: во многих случаях они обеспечивали дополнительный курсовой доход как по акциям корпорации-продавца, так и владельцам компании-покупателя (см. Jain, 1985; Copeland, Lemgruber, Mayers, 1987).

Акционерные «отщепления» также положительно оценивались рынком капитала: в одном из исследований, включавшем 76 случаев «отщепления», средний курсовой доход через пять дней после объявления о продаже части акций составил 1,8%.

В ходе анализа выявились любопытные мотивы многих (19 случаев) «отщеплений». Предлагавшиеся для «частичной» продажи подразделения относились к числу наиболее перспективных. Они демонстрировали более высокие темпы роста и большую рентабельность по сравнению с остальными подразделениями соответствующих фирм. Поэтому корпорация, отнюдь

¹⁹ Продажами обычно называют обособление соответствующего сегмента (подразделения) компании в качестве особого юридического лица, чаще всего дочерней (зависимой) корпорации. В отличие от продаж дивестиции обычно предполагают полное отчуждение материальных активов, обычно переуступаемых за деньги (или ценные бумаги) торговому партнеру – уже существующей фирме. Наконец, акционерное «отщепление» представляет собой промежуточную форму – «отщепляемое» подразделение становится открытой корпорацией и прибегает к публичному предложению своих акций на первичном рынке (split-off IPO); благодаря этому складываются условия для появления аутсайдеров в числе владельцев акций, выпущенных «отщепленной» компанией. Более подробную характеристику различных форм «сжатия» корпораций можно найти в: Рудык, Семенова, 2000, гл. 24.

не стремившаяся, разумеется, полностью расстаться со столь привлекательным сегментом, выставляла на продажу сравнительно небольшую часть акций для привлечения финансовых ресурсов, необходимых для ускоренного роста «отщепляемого» подразделения (см. Schipper, Smith, 1986).

Другим фактором, облегчавшим интенсивную реорганизацию корпораций, стало ускорение инфляции. К концу 70-х гг. во многих экономически развитых странах темпы ежегодного роста потребительских цен – в процентах – впервые за послевоенные годы стали измеряться двузначными числами. Быстро нарастающая инфляция сказалась и на движении q -коэффициента Тобина: если в 1965 г. в США этот показатель достигал 1,3, то к началу 80-х гг. он упал до рекордно низкого уровня в 0,5. Иными словами, перехват акционерного контроля путем приобретения акций по их рыночному курсу позволял утвердить собственность на производственные мощности и другие реальные активы, уплатив при этом (в среднем, разумеется) лишь половину их восстановительной стоимости.

Наконец, нарастание волны С и П неизбежно привело к тому, что к началу 80-х гг. большинство корпораций ощущало себя возможными объектами («целями») поглощения. По некоторым оценкам (см. Mitchell, Mulherin, 1996), каждая вторая сколько-нибудь крупная американская корпорация на протяжении 80-х гг. получила предложение по поводу продажи (обмена) акций и последующего слияния или поглощения. Операции рейдеров вроде К.Айкана или Т.Б.Пиккенса наводили страх на руководство многих корпораций. В подобной ситуации проекты реструктуризации открытых корпораций и перехода к закрытым формам становились особенно привлекательными. Ведь это обеспечивало более надежную защиту от угрозы насильственного перехвата корпоративного контроля.

Слияние в рамках открытых корпораций – магистральный путь реорганизации: опыт 90-х гг. После серьезного кризиса в сфере С и П, разразившегося на рубеже 80-х – 90-х гг., и потрясений на рынке низкокачественных обязательств активность в этой сфере заметно снизилась. Однако интенсивный хозяйственный рост американской экономики на протяжении 90-х гг. вызвал к жизни новую волну С и П.

По своим масштабам эта волна превзошла предыдущую. Если судить по отношению общей суммы сделок, связанных с осуществлением С и П, к валовому внутреннему продукту США, то к концу 90-х гг. был достигнут невиданный ранее уровень (к 1999 г. – свыше 15%). Да и отношение общей суммы сделок к совокупной капитализации рынка акций превзошло рекордные показатели 70-х – 80-х гг.

Новая волна, по-видимому, качественно отличается от предыдущей. В

ходе С и П 80-х гг. преобладали операции, связанные с отказом от статуса корпораций, публично размещавших свои акции, и переходом к закрытым формам собственности. Однако и тогда многие из фирм, прибегавших к подобной реструктуризации, через некоторое время возвращали себе статус открытого акционерного общества, поскольку такой статус обеспечивал фирме явные преимущества (Rappaport, 1990). Эти преимущества обнаружались с особой очевидностью в 90-х гг., и в этот период как сливавшиеся между собой, так и «дробившиеся» компании чаще всего предпочитали сохранять статус открытых акционерных обществ. Совокупный капитал компаний, переходивших к закрытым формам предпринимательства в 90-х гг. не превышал 0,2–0,3% от общей капитализации рынка акций (к 1988 г. это отношение достигло рекордного уровня в 2,5%).

Среди источников финансирования С и П в 80-е гг. особенно интенсивно использовалось «долговое финансирование» и эмиссия низкокачественных обязательств. В 90-е гг. эти источники использовались в меньших масштабах. С 1993 г. можно проследить постепенное снижение отношения суммы низкокачественной задолженности («мусорных» облигаций) к совокупной капитализации рынка акций.

В период с 1990 г. до 1994 г. заметную роль стала играть чистая эмиссия акций, выпускаемых американскими финансовыми корпорациями. На протяжении второй половины 90-х гг. вновь наметилась тенденция к чистому выкупу акций, но ее размах оказался намного меньше, чем в 80-е гг.

Существенно изменилась и мотивация руководителей корпорации, принимающих решение относительно С и П. Чувствительность оплаты высших менеджеров к изменениям рыночной стоимости корпорации с 1980 г. по 1998 г. возросла в соответствии с расчетами Б.Холла и Дж. Либмана в десять (!) раз – см. Hall, Liebman, 2000 (примерно так же в ходе LBO, осуществлявшихся на протяжении 80-х гг., увеличивались показатели, характеризовавшие степень заинтересованности высшего управляющего фирмы – см. Kaplan, 1989). Поэтому применительно к С и П 90-х гг. вряд ли можно считать столь же обоснованным приводившийся выше аргумент о необходимости преодолеть незаинтересованность менеджмента в увеличении рыночной стоимости фирмы.

С помощью консалтинговых фирм некоторые крупнейшие корпорации внедряют в практику управления новые критерии оценки управленческих решений и иные (более тесно связанные с движением рыночной стоимости фирмы) методы оплаты; к их числу относится, например, система так называемой «добавленной хозяйственной стоимости» («Economic Value Added», EVA). Оценка первых результатов внедрения подобных систем может сви-

детельствовать о том, что корпорации, использующие эту систему, чаще, чем остальные фирмы, прибегают к реорганизациям, избавляющим ее от «избыточных» активов, и добиваются более высокой рентабельности (см., например, Biddle, Bowen, Wallace, 1999).

Наряду с этим существенно изменился и состав «действующих лиц», осуществляющих мониторинг стратегических действий менеджеров. В 1980 г. институциональным инвесторам принадлежало менее трети всех акций, а к концу 90-х гг. их доля превысила половину (Gomperts, Metrick, 2000). Если учесть к тому же акции, принадлежащие физическим лицам, но находящиеся на трастовом хранении (прежде всего в банках), их доля окажется еще большей. В связи с этим расширилась и сфера мониторинга, осуществляемого более профессиональными инвесторами.

В 90-х гг. получила дальнейшее развитие тенденция к специализации и/или «фокусированию» хозяйственной деятельности сильно диверсифицированных компаний; однако основная часть движения в указанном направлении уже была проделана в 80-е гг. Как и в предшествующих волнах С и П, реорганизация хозяйственной деятельности обеспечивала условия для новой аллокации ресурсов, но теперь эти операции чаще ориентировались на использование новых технологий, на совершенствование средств сбора, обработки и передачи информации, на преуспевание фирмы в условиях глобализации товарных и финансовых рынков.

Примечателен с этой точки зрения состав корпораций и набор отраслей, в которых осуществлялись наиболее крупные С и П 90-х гг.: это «АТТ» (вторая по величине за всю историю С и П сделка, около 19 млрд долл.; телекоммуникации), «Martin Marietta» и «Lockhead» (10 млрд долл.; космические аппараты, ракетно-авиационный бизнес), «Viacom» (8 млрд долл.; видеобизнес), «American Home Products» (9,5 млрд долл.; фармацевтическая промышленность). К этому можно было бы добавить радикальную реорганизацию «ИТТ» в 1996 г., которую аналитики прямо связывали с предложениями, предусматривавшими перестройку структуры корпоративного контроля, и другие примеры.

Экономическая теория показала, что преобладающая часть радикальных инноваций, принципиально новых научных и технических разработок вряд ли может появиться в недрах крупной корпорации – см., например, Holmstrom, 1989. В последнее десятилетие усилилась тенденция к «дроблению» и отделению некоторых подразделений крупных компаний в качестве самостоятельных исследовательских фирм, что способствовало дальнейшей интенсификации инновационных процессов.

Указанные изменения, а также тщательно выстроенная на протяжении

80-х гг. система защиты от поглощений существенно уменьшили стимулы, побуждающие к агрессивному перехвату акционерного контроля, и возможности подобного перехвата. Большинству слияний и «дроблений» предшествовали детальные переговоры корпорации-покупателя с советом директоров и менеджерами соответствующей компании; в случае неуспеха таких переговоров за ними редко следовало тендерное предложение, направляемое непосредственно владельцам акций.

Пик С и П 90-х гг. отделен от сегодняшнего дня не более чем двумя годами. Нам еще предстоит осознать новые черты и особенности новейших процессов реорганизации. Но уже сейчас можно заметить, что как и в предшествующих волнах, С и П сопровождалась интенсивными спекуляциями, усилившими потрясения на рынке акций на рубеже нового тысячелетия. Однако существенно меньшим (по сравнению со второй половиной 80-х гг.) оставался размах банкротств, столь наглядно выделявших неудачные попытки реструктуризации хозяйственной деятельности.

1.4. Слияния и поглощения как форма регулирования эффективности

С и П – инструмент рыночной дисциплины. Фондовый рынок, на котором осуществляется покупка крупных партий акций, с самого начала формировался как рынок корпоративного контроля. Так, в США на рубеже XIX и XX вв. рынок акций не столько обеспечивал финансирование крупных реальных капиталовложений, сколько предоставлял ресурсы для массивных слияний и поглощений. Впоследствии в развитых странах купля-продажа особо крупных пакетов акций и операции по перехвату контроля переместились за пределы фондовых бирж, но об указанной закономерности вновь напомнили первые шаги в развитии финансовых рынков в переходных экономиках.

В следовавших друг за другом послевоенных волнах С и П проявилось существенное расширение возможностей перестройки структуры хозяйственных операций, осуществляемых отдельными корпорациями (а вместе с тем и соответствующих отраслевых структур). Такой вид рынков, как «рынок фирм», раньше активизировался обычно лишь в случаях банкротства компаний.

С конца XIX – начала XX столетий этот рынок оценивал все более широкий круг корпораций в качестве объектов купли-продажи. В последнее время в некоторых странах – прежде всего в США и Англии – это стало от-

носиться не только к преобладающей части компаний, но и к их отдельным подразделениям.

Более эффективной рекомбинации производственных ресурсов способствует также получивший особенно широкое развитие к концу 90-х гг. коммерческий оборот отдельных элементов ранее использовавшегося «производственного» оборудования: в США к 2000 г. на прямые покупки отдельных единиц «подержанного» реального капитала приходилось примерно 10% всех валовых инвестиций зарегистрированных (listed) компаний. Если сложить эту цифру с долей поглощений (эти данные не «перекрывают» друг друга)²⁰, выяснится, что более 2/5 (43,5%) всех вложений указанных компаний в 2000 г. предполагали не строительство новых производственных зданий и выпуск дополнительных капитальных благ, а более рациональное перераспределение этих ресурсов между компаниями. Указанные процессы могут служить одним из свидетельств той роли, которую играют рыночные методы регулирования эффективности, и возможностей такого регулирования в современной экономике.

В результате этого на смену рутинным структурам, предполагавшим привычное сочетание традиционно связанных направлений производства и сбыта в рамках единой компании, пришел интенсивный поиск новых операционных и финансовых синергий. В быстро расширявшейся сфере С и П могла реализоваться более активная координация между операциями, осуществляемыми на рынках реальных активов и на финансовых рынках. Такая координация находила особенно наглядное проявление в поглощениях с целью последующего «развода» действующих лиц (bust-up takeovers): приобретая ту или иную фирму (чаще всего конгломератного типа), корпорация-покупатель расчленяла ее на составные части и затем распродала отдельные подразделения как самостоятельные производственно-хозяйственные единицы.

Тенденция к диверсификации, под знаком которой проходили С и П на протяжении 60-х гг., превратила большинство крупных американских компаний в конгломераты. Некоторое представление о масштабах указанного процесса могут дать статистические характеристики двухсот крупнейших корпораций обрабатывающей промышленности США, приведенные в *табл. 1*.

²⁰ Показательной представляется существенная корреляция между рядами этих показателей: для периода 1971–2000 гг. коэффициент корреляции между ними составлял 0,45% (Jovanovich, Rousseau, 2002).

Таблица 1

Распределение 200 крупнейших промышленных корпораций по степени диверсификации, 1960–1977 гг.

Число продуктовых групп ²¹	Число компаний			
	1960 г.	1965 г.	1968 г.	1977 г.
Более 5	62	80	112	152
Более 10	7	14	32	62
Более 20	–	–	–	7
Более 30	–	–	–	1

Источник: Spruill, 1983.

В 1950 г. Конгресс одобрил поправку Селлера–Кифовера к статье 7 антитрестовского закона Клейтона. В соответствии с этой поправкой американские суды стали полагать, что и горизонтальные слияния, в которых одна фирма или обе компании являются рыночными лидерами, нарушают статью 7; многие варианты вертикальных слияний, особенно интеграция, предполагающая существенные ограничения независимости участников, осуждались аналогичным образом (см. Asch, 1970).

Поэтому и конгломератный характер слияний в американской экономике на протяжении 60-х – 70-х гг. чаще всего объясняли, апеллируя к жестким антитрестовским ограничениям, образовавшим барьер на пути горизонтальной или «стратегической» вертикальной интеграции²². Существенную роль в формировании гигантских конгломератов могли играть также стимулы к расширению внутреннего рынка капиталов – расширению, обеспечивавшему различные финансовые синергии.

Вместе с тем расширение внутреннего рынка капиталов вело к некоторому ослаблению рыночной дисциплины и порождало неэффективное перераспределение ресурсов. Дело в том, что руководство конгломератной компании обычно стремилось «справедливо» распределить капиталовложения между предприятиями, входящими в состав фирмы, причем особенно большие средства часто направлялись на поддержку {реконструкцию} предприятий, обладавших сравнительно меньшей конкурентоспособностью. Как

²¹ Заметим, что само определение «продуктовой группы» (product category) в приведенных расчетах включает чрезвычайно обширный круг хозяйственных операций – используются двузначные (two-digit) стандартные отраслевые классификации.

²² Сравнение практики реструктуризации показывает, что конгломератные С и П в эти годы были чрезвычайно распространены и в тех развитых странах, в которых не было столь жесткого антитрестовского законодательства – см. Comment, Jarrel, 1995.

только указанная тенденция стала достаточно отчетливой, она нашла отражение в соответствующей реакции финансового рынка. Результаты эконометрических исследований показывают: на протяжении 80-х – 90-х гг. экзогенно задаваемая диверсификация (расширение ассортимента продукции, выпускаемой соответствующей компанией) при прочих равных условиях регулярно приводила к пониженной рыночной стоимости указанной фирмы (см., например, Lamont, Polk, 2002).

В новых условиях, когда более гибкими и либеральными стали требования антитрестовского регулирования (реформы рейгановской администрации), все очевидней обнаруживалась нежизнеспособность ряда гигантских «хозяйственных империй» и конгломератов. Именно они, как свидетельствуют результаты расчетов (см., например, Berger, Ofek, 1996), чаще всего становились объектом новых С и П.

Тем самым выявлялась определенная внутренняя логика циклов в движении С и П. За недостаточно эффективным «объединительным» поглощением (поглощением, предполагавшим существенную диверсификацию хозяйственных операций) раньше или позже могло последовать «разъединительное» поглощение, направленное на разукрупнение конгломерата; последнее обычно сопровождалось дивестициями, «отщеплениями» и продажами²³. Последующая специализация, «фокусировка» хозяйственной деятельности обследованных компаний позволяла, как показали Дж. Коуз и Э.Оуфек, обеспечить переход к более эффективному ведению операций и, в среднем, через три года после осуществления дивестиций увеличить чистую прибыль корпорации (Kose, Ofek, 1995).

На рубеже 70-х – 80-х гг. процессы диверсификации явно замедлились. В соответствии с расчетами К.Монтгомери, в начале 90-х гг. типичная фирма, входившая в состав «Standard and Poors 500», включала подразделения, которые выпускали товары, образовавшие примерно столько же продуктовых групп, сколько насчитывалось в 1981 г. (Montgomery, 1994).

В новых условиях С и П все чаще использовались в качестве средства «деконгломерирования», фокусировки компании на сравнительно меньшем числе видов хозяйственной деятельности. Особенно частыми стали случаи продаж, дивестиций и «отщепления» отдельных подразделений. С 1975 г. по 1987 г. дивестиции составляли от 35% до 54% общего числа С и П.

Как отмечалось выше (см. раздел 1.3), начиная с 80-х гг. финансовые рынки стали обнаруживать негативную реакцию на конгломератные погло-

²³ Формы разукрупнения корпораций более подробно рассматривались в разделе 1.3.

щения. Для компании-покупателя разность в курсовых доходах (убытках), приносимых «фокусирующими» и «диверсифицирующими» поглощениями, на протяжении 70-х гг. составляла 1,3 процентных пункта, а в 80-х годах – 7,0 процентных пунктов (в пользу «недиверсифицирующих» поглощений) – см. Morck, Shleifer, Vishny, 1990.

Объектом поглощения чаще всего служит сравнительно менее эффективная компания. С этой гипотезой, по-видимому, согласуются и данные об отношении рыночной стоимости фирмы к восстановительной стоимости ее реального капитала: у компаний-покупателей значение q -коэффициента Тобина, как правило, значительно превышало значение соответствующего коэффициента у корпораций-целей (см. Andrade, Mitchell, Stafford, 2001, Hasbrouck, 1985).

Последними, наиболее суровыми и действенными санкциями для компании, которая хозяйствует неэффективно, оказываются поглощения или банкротство. Но многие поглощения, и прежде всего МВО, позволяли приступить к реорганизации поглощенной фирмы «на ходу», не приостанавливая полностью ее хозяйственной деятельности. Тем самым удавалось избежать продолжительных и весьма дорогостоящих процедур дефолта и банкротства.

На гребне волны С и П развился особый бизнес, предполагавший приобретение фирмы рейдером, ее реорганизацию и последующую продажу по более высокой цене. В исследовании К.Холдернесса и Д.Шиэна показано, как, казалось бы, чисто спекулятивные операции шести крупнейших рейдеров (C.Bludhorn, C.Icahn, I.Jacobs, C.Lindner, D.Murdock, V.Posner) неразрывно переплетались с реализацией требований, предъявляемых рынком: «санитарные» функции С и П обеспечивали рейдерам особенно высокие доходы (Holderness, Sheehan, 1985). Ряд исследований показывает: реструктурирование компаний после их приобретения рейдером может оказаться более радикальным и более последовательным, чем те преобразования, которые обычно обеспечивает мониторинг, ранее осуществлявшийся инвестором (см. Gorton, Kahl, 1999 Sec. 2С).

О благотворном влиянии С и П на эффективность приобретаемых и реорганизуемых предприятий свидетельствуют результаты многочисленных исследований. Так, Ф.Личтенберг, изучивший большую выборку (свыше 20 тыс. предприятий, принадлежащих 5700 американским корпорациям) и рассмотревший значительный период времени, прошедший после поглощения, приходит к выводу, что смена владельца, как правило, сопровождалась повышением хозяйственной эффективности, в том числе ростом совокупной

производительности факторов. Через семь лет после поглощения (слияния) корпорациям удавалось преодолеть в среднем 2/3 их прежнего отставания от среднеотраслевого уровня, однако лишь в редких случаях им удавалось сильно опередить остальные фирмы рассматриваемой отрасли (Lichtenberg, 1992).

Во многих случаях перехват контроля в корпорации сопровождался увольнением команды менеджеров, осуществлявших неэффективное руководство фирмой, и радикальной реорганизацией ее деятельности (Martin, McConnell, 1991; Shleifer, Summers, 1988; Jensen, 1984). «Негоризонтальные» слияния и поглощения при прочих равных условиях обнаруживали более благоприятный финансовый эффект, чем «горизонтальные» (Dimson, 1994).

К числу важнейших функций С и П можно отнести, как отмечалось выше, перераспределение производственных ресурсов в пользу более эффективных компаний. С этой гипотезой согласуется и следующее статистическое наблюдение: в последние десятилетия волнам поглощений предшествовало резкое увеличение различий в значениях q —коэффициента Тобина между компаниями (что могло обеспечивать возможности для увеличения совокупной эффективности с помощью рекомбинации реального капитала). Коэффициент корреляции между «отфильтрованными» (HP-filtered) масштабами поглощений (долей в совокупной капитализации рынка) и стандартным отклонением показателей q на протяжении последних ста с лишним лет составлял 0,64 (Jovanovich, Rousseau, 2002).

Примечательно и важнейшее исключение из указанного правила: взлет значений q не предшествовал буму конгломератных поглощений 60-х гг. Вместе с тем формирование гигантских «рыхлых» конгломератов послужило, по-видимому, одной из важнейших причин, вызвавших к жизни скачкообразное увеличение «разброса» дисперсии q со второй половины 70-х гг. прошлого столетия.

Национальные различия в формах регулирования. И все же С и П, по-видимому, не могут считаться ни универсальным, ни достаточно надежным средством осуществления рыночной дисциплины и регулирования эффективности. Начать с того, что регулярные операции, связанные с С и П, предполагают достаточно высокий, не часто встречающийся и сегодня уровень развития рынков корпоративного контроля. Ограничиваясь лишь самыми развитыми странами, следует отметить, что в Японии, Германии, Франции, Италии и некоторых других странах агрессивные поглощения если и встречаются, то играют несколько иную роль.

В тех странах, в которых слияния и поглощения достигают значительных размеров, они чаще всего используются не для перехвата корпоративного контроля, а, скорее, для того, чтобы использовать преимущества, обеспечиваемые объединением капиталов, и/или чтобы изъять из рыночного оборота акции некоторых компаний. Вместе с тем поглощения и в этих странах могут выступать в качестве рычага укрепления рыночной дисциплины. Так, в Германии за покупкой крупного пакета акций регулярно следовал рост числа увольнений среди высшего управленческого персонала (см., например, Franks, Mayer, 1998).

Заметим, что во многих странах континентальной Европы и Японии сами возможности агрессивных поглощений, по-видимому, значительно более ограничены. Ведь масштабы не только биржевой, но и внебиржевой торговли сравнительно невелики, акции многих фирм среднего размера (излюбленный объект поглощений) просто не поступают на рынок²⁴. Это, естественно, сдерживает развитие рынка корпоративного контроля.

Важную роль могут играть и особенности развития экономико-правовой инфраструктуры. Так, в Германии многочисленные законодательные ограничения распространяются главным образом на случай агрессивного перехвата контроля, тогда как во Франции сильнее ощущаются общие препятствия, ограничивающие переход акционерной собственности из рук в руки, — особенно если речь идет о приобретении французских компаний иностранными собственниками (подробный анализ различий правовых норм приведен в Charkham, 1995).

В Японии возможность объявления тендера на покупку акций была предусмотрена еще «Законом о ценных бумагах и биржах» 1971 г. С 1990 г. дерегулирование приблизило формы конкурентного тендера к англосаксонскому «образцу». Однако на протяжении пяти послевоенных десятилетий в Японии не было зафиксировано ни одного агрессивного поглощения (имеет место ряд «дружественных» слияний различных компаний, но общая доля слияний в Японии на протяжении 1988–1990 гг. была в 26 раз ниже, чем в США — см. Lichtenberg, Pushner, 1992)²⁵.

В связи с указанными различиями, на протяжении многих десятилетий

²⁴ По некоторым расчетам, число немецких фирм, у крупнейших владельцев которых прочно «осело» менее 25% всех акций, к началу 90-х гг. не превышало 38 (Baums, 1994).

²⁵ Это не означает, разумеется, что в указанных странах рынок капитала вообще не оказывает дисциплинирующего воздействия на поведения корпораций. Достаточно упомянуть, например, влияние массового «сброса» акций на возможности привлечения дополнительных финансовых ресурсов соответствующими компаниями (а также реакцию акционеров на обнаруживающееся снижение стоимости фирмы). Кроме

принято было различать сами механизмы обеспечения рыночной дисциплины. В США и Англии особенно важную роль играют С и П. Так, в ходе этих операций значительная часть ресурсов меняет собственника, а затем рынок капитала обеспечивает приток новых капиталовложений. Это может обеспечивать сравнительно большую гибкость капиталовложений и более интенсивное перераспределение ресурсов между различными секторами.

В Японии, Германии и некоторых других развитых странах особую роль, в соответствии с указанной концепцией, играют «головные» банки. Они осуществляют активный мониторинг важнейших хозяйственных операций и следят за выполнением требований рыночной дисциплины. При этом сравнительно большая часть инвестиционных ресурсов оказывается сосредоточенной под контролем крупнейших банков, которые могут влиять на распределение указанных ресурсов и осуществлять активный контроль за их использованием.

Каждый из описанных типов регулирования имеет, по-видимому, определенные достоинства и ограничения. Ссылаясь на опыт 50-х – 70-х гг. (когда Япония и Германия демонстрировали высокие темпы экономического роста), многие авторы подчеркивали преимущества тех механизмов регулирования эффективности, которые опирались прежде всего на мониторинг, осуществляемый крупнейшими банками. В последнее время, однако, все чаще отмечается, что такая институциональная структура может обеспечивать чрезмерную защиту недостаточно эффективным компаниям, и, что представляется особенно существенным, она обладает несколько большей инерционностью и менее восприимчива к радикальным техническим и экономическим нововведениям. Вместе с тем больший упор стал делаться на распространение гибких рыночных механизмов и на последствия С и П – на реализуемые с их помощью дисциплинарные функции. Многие утверждения такого рода опираются на использование любопытных теоретических моделей и вполне согласуются с результатами эмпирических исследований (см., например, Morck, Nakamura, 1999).

Рассматриваемая проблема не ограничивается вопросом о большем или меньшем распространении С и П. Различие национальных хозяйственных структур – ориентирующихся на развитый рынок ценных бумаг (США) или на стоящую в центре экономики мощную банковскую систему (Германия, Япония) – восходит еще к известным работам А.Гершенкрона – см., например, Gershenkron, 1962. В последующих теоретических рассуждениях и мо-

того, в некоторых странах континентальной Европы (например, в Германии) в последнее время все чаще можно наблюдать агрессивные поглощения, «жертвой» которых обычно оказываются компании сравнительно меньших размеров.

делях различные способы финансирования – выпуск корпоративных облигаций или предоставление банковских кредитов – обычно представляются более или менее равнозначными по своим результатам. Иными словами, облигационная задолженность и банковские кредиты выступают в качестве более или менее совершенных субституттов.

Между тем природа и функции этих способов финансирования качественно различны, и в реальной жизни они во многих случаях оказываются не субститутами, а скорее компонентами, необходимо дополняющими друг друга. Оба вида задолженности естественно переплетаются между собой (разумеется, в разных пропорциях) и в американской, и в немецкой экономиках.

Более того, наличие развитых и конкурентных рынков ценных бумаг, по-видимому, может свидетельствовать о сравнительно большей «глубине» развития финансовых отношений, о существовании дополнительного измерения финансовой экономики. Характерно, что в странах, обладающих достаточно развитыми фондовыми рынками, отношение общей суммы частной задолженности к ВВП неизменно оказывается значительно выше, чем в остальных странах (см. La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997).

Расчеты показывают, что темпы долгосрочного развития фондового рынка обнаруживают существенную положительную корреляцию с индексами, характеризующими степень защиты прав акционерной собственности (см., например, Levine, Loyaza, Vescu, 2000). А сложившийся высококонкурентный рынок акций, в свою очередь, способствует ускорению экономического роста. Р.Морк, Б.Йонг, У. Ю продемонстрировали, что именно развитые рынки акций позволяют сформировать систему, лучше всего воплощающую в рыночных ценах многообразную (и специфическую для каждой корпорации) информацию, и, тем самым, по-видимому, могут обеспечить сравнительно более эффективную аллокацию ресурсов (Morck, Yeung, Yu, 2000).

Конец 90-х и начало 2000-х гг. знаменовались ускоренным развитием рынка ценных бумаг в странах континентальной Европы и Японии; существенно сблизились в последнее время и формы корпоративного законодательства. Все это создало условия для более широкого распространения С и П крупных фирм и в странах континентальной Европы. Достаточно напомнить, например, о тендерных предложениях немецкой компании «Mannesman» или итальянской компании «Telecom». По-видимому, можно полагать, что, по мере дальнейшего развития фондовых рынков в этих странах, часть упоминавшихся выше различий может постепенно отойти в прошлое.

Особенности перекупки предприятий и поглощений в постсоциалистических странах более подробно рассматриваются в последующих разделах. Заметим лишь, что до настоящего времени они, по-видимому, в меньшей степени отражают требования рыночной дисциплины. Опыт стран Западной Европы и Японии может свидетельствовать о том, что рынок корпоративного контроля может в полной мере осуществлять функции децентрализованного регулирования эффективности лишь в том случае, когда он опирается на развитую инфраструктуру рыночных отношений, в частности, на четко определенные права собственности, действенный инфорсмент контрактных прав и прав собственности и эффективные процедуры банкротства.

С и П и спекулятивные процессы на фондовом рынке. При всех отмеченных выше «достоинствах» функционирование механизмов С и П в странах, характеризующихся высоким уровнем развития фондовых рынков, неизменно сопряжено с чрезвычайно высокими издержками.

В финансовых расчетах, лежащих в основе С и П, фигурируют рыночные курсы акций, которые, в соответствии с наиболее распространенными теоретическими представлениями, воплощают всю доступную информацию о состоянии соответствующих компаний. Однако с начала 80-х гг. ряд экономистов (см., например, Shiller, 1981; 1984) обращал внимание на то, что рыночные спекуляции, периодическое раздувание рыночных «пузырей» и последующие стремительные падения цен явно превосходят по своим масштабам расчетные колебания чистой приведенной стоимости (net present value) соответствующих фирм.

И даже последовательные сторонники гипотезы, предполагавшей информационную эффективность финансовых рынков (например, Fama, 1991), отметили: используя данные о доходах по акциям, получаемых на протяжении предшествующего периода, можно предсказывать последующее движение этих доходов. Последующие исследования (Jegadeesh, Titman, 1993) продемонстрировали наличие «инерции» в движении курсов акций, «инерции», столь характерной для массового распространения спекулятивных сделок. Нарастание волны С и П придает избыточным реакциям рынка еще большие масштабы. Все это расширяет возможности спекулятивных сделок в сфере С и П, а вместе с тем уменьшает надежность финансовых расчетов на длительный срок, основанных на прошлых и текущих рыночных курсах, – расчетов, предусматривающих перестройку производства и достаточно радикальное реструктурирование хозяйственных операций.

К тому же сам перехват акционерного контроля отнюдь не всегда ока-

зывается средством пресечения неэкономного хозяйствования. Ведь в качестве инициаторов С и П чаще всего выступают руководители фирмы-покупателя; высшие менеджеры, решившие приобрести компанию, могут при этом стремиться отнюдь не к максимизации стоимости фирмы, а к увеличению своих частных выгод или, скажем, к престижному расширению «хозяйственной империи»²⁶. Достаточно сослаться на последствия спекуляций, порожденных каждой волной С и П.

К числу основных результатов С и П, проведенных в 60-х – первой половине 70-х гг., стало появление большого числа «рыхлых» конгломератов. Расчеты свидетельствуют: расширение сферы хозяйственной деятельности становилось результатом С и П гораздо чаще, чем значительное повышение рыночной стоимости корпорации-покупателя. О недостаточной жизнеспособности таких конгломератов могли свидетельствовать и последующие банкротства многих «раздувшихся» компаний, и превращение таких фирм в объект новых С и П.

С этой точки зрения представляет интерес исследование М.Митчелла и К.Лена; оно показывает, что фирмы, осуществлявшие неудачные слияния, чаще других сами становились целью для дальнейших С и П. При этом одна из главных целей поглощения обычно состояла в том, чтобы избавиться не только от неудачно приобретенных активов, но и от руководителей компании, осуществлявших в предшествующий период подобную стратегию (Mitchell, Lehn, 1990).

Теоретические модели поглощений (см., например, Grossman, Hart, 1980; Shleifer, Vishny, 1986) позволяют сформулировать следующий вывод: чем менее эффективной оказывается компания-цель и чем более вероятным представляется реструктуризация ее деятельности в ближайшем будущем, тем, при прочих равных условиях, выше после первого тендерного предложения окажутся рыночные котировки акций этой компании (при явно сохраняющемся неблагоприятном ее финансовом положении)²⁷. Вообще же процесс нарастания рыночной волны поглощений неизбежно сопровождается

²⁶ Такое стремление к формированию обширных хозяйственных империй может порождать «самоусиливающиеся» (self-reinforcing) процессы: «чем настойчивей управленческий персонал преследует указанную цель, тем ясней менеджеры остальных фирм сознают, что должны следовать этому примеру. Таким образом, не происходит вытеснения аномального поведения управляющих благодаря операциям, которые направлены на максимизацию благосостояния акционеров; скорее, напротив, так называемое «девиантное» поведение вытесняет противоположные действия» (Marris, Mueller, 1980, p. 42).

²⁷ Одно из обследований показывает: большинство поглощаемых компаний в годы,

ется интенсивной спекулятивной активностью, существенно искажающей структуру цен и увеличивающей бремя обслуживания долговых обязательств. В подобной обстановке цены акций все в меньшей степени отражают фундаментальные характеристики компании.

Выше (см. раздел 1.3) уже отмечались результаты исследований С.Кэплана, Дж. Стайна и некоторых других авторов, продемонстрировавших, что спекулятивное взвинчивание цен на акции компании-цели в конечном счете приводило к тому, что американские фирмы, прибегавшие к реструктуризации на путях LBO во второй половине 80-х гг., смогли добиться значительного повышения эффективности. Но это все же не уберегло каждую вторую или третью компанию, использовавшую в это время LBO, от банкротства.

Иначе говоря, спекулятивное взвинчивание цен на акции компаний, выступающих в качестве объекта поглощений, может привести к банкротству даже тех покупателей, которые смогли (или могли бы) использовать данное поглощение для повышения хозяйственной эффективности. Это может служить еще одним косвенным свидетельством того, что С и П могут оказаться весьма дорогостоящим, если не сказать расточительным, методом рыночного регулирования эффективности. Подчеркнем: опасности подобной «искажающей реструктуризации» особенно велики в экономике, характеризующейся непрозрачностью отношений собственности, широким распространением «теневых» операций и, что представляется особенно существенным, недостаточным развитием рыночной конкуренции.

Вместе с тем компании, нарушающие требования рыночной дисциплины, могут прибегнуть к обширному арсеналу мер защиты от С и П. К средствам подобной защиты относятся «отравленные пилюли»²⁸, «отравленные» опционы (на продажу), рекапитализация, опирающаяся на заемные средства (LCO), «золотые парашюты», угроза встречной покупки акций (greenmailing) и т.п.; подробный обзор указанных методов приведен в Weston, Chung, Hoag, 1990, Chapter 20.

Эмпирические исследования могут свидетельствовать о том, что подобные оборонительные меры существенно ограничивали возможности успешных поглощений (Walkling, 1985; Pound, 1988). Вместе с усилением аг-

непосредственно предшествовавшие тендеру, сталкивались с довольно крупными убытками; это неизбежно отражалось и на движении рыночных курсов акций в указанный период (см. Asquith, 1983).

²⁸ К началу 90-х гг. свыше 700 крупных корпораций США использовали «отравленные пилюли» (Roe, 1993), в том числе более половины компаний, входивших в список «Standard and Poors 500» (Danielson, Karpoff, Marr, 1995).

рессивного напора рейдеров расширялось и разнообразие приемов защиты. Результаты обследований показали: спектр «оборонительных» мероприятий оказывался особенно широким в тех случаях, когда менеджеры не владели значительным количеством акций своей корпорации и не были обеспечены «золотыми парашютами» (Walkling, Long, 1984).

Не пытаясь описать более подробно методы защиты от «недружественных» поглощений и оценить степень их эффективности, отметим лишь один момент: как само функционирование подобных механизмов защиты, так и, особенно, способы их преодоления требуют огромных дополнительных ресурсов. Все это еще более увеличивает стоимость «акционерных войн» и удорожает стоимость рыночного регулирования, осуществляемого в ходе С и П.

Вплоть до 80-х гг. к числу наиболее надежных средств защиты от агрессивных поглощений обычно относили сами размеры капитала, используемого крупнейшими корпорациями. Так, в уравнениях множественной регрессии, показывавших, насколько вероятным можно считать поглощение той или иной фирмы, коэффициент при размерах фирмы обычно оказывался отрицательным и статистически существенным (см., например, Paleru, 1986; Dietrich, Sorensen, 1984). Иными словами, крупные корпорации могли ощущать себя в большей степени защищенными от угрозы С и П. Действие этого механизма оказывалось избирательным: до определенного момента С и П как бы обходили корпорации, занимавшие высшие строки в списке 500 крупнейших американских компаний.

На протяжении последних десятилетий в американской экономике значительное распространение получила техника «двухуровневых» (two-tier) тендерных предложений (см. Comment, Jarrel, 1987). Именно такая стратегия позволила бросить вызов даже чрезвычайно крупным фирмам, сделав объектом поглощения, например, огромную американскую нефтяную компанию «Сопосо» или металлургическую компанию «Marathon».

И все же до настоящего времени гигантский капитал, используемый, например, такими американскими корпорациями, как «USX», «General Motors» или «General Electric», может считаться важнейшим барьером, препятствующим осуществлению проектов агрессивного поглощения (и последующей реструктуризации) указанных компаний.

1.5. Государственное регулирование процессов хозяйственной интеграции

В вопросе о слияниях сходятся несколько различных направлений государственной активности. Выделим лишь некоторые из них:

- Соответствие С и П промышленной политике и общей стратегии реорганизации отношений в рамках соответствующих секторов и отраслей;
- Поддержание активного функционирования конкурентных механизмов в экономике;
- Обеспечение прозрачности операций, осуществляемых на рынке корпоративного контроля;
- Защита прав акционеров, в том числе миноритарных акционеров;
- Регулирование социальных конфликтов, порождаемых С и П.

Горизонтальная интеграция хозяйственных операций с конца девятнадцатого – начала двадцатого столетий стала объектом активного регулирования, направленного на сохранение условий функционирования конкурентных механизмов. Так, в США статья 7 закона Клейтона, принятого в 1914 г., предоставляет Федеральной торговой комиссии (ФТК) право налагать запрет на приобретение какой-либо частной корпорацией акций другой компании в тех случаях, когда это может оказать неблагоприятный эффект на процессы конкуренции.

В последующий период (1950 г.) была принята специальная поправка к указанной статье, в соответствии с которой ФТК может запрещать не только покупку акций, но и приобретение реальных активов в тех случаях, когда такие действия могут иметь своим последствием ограничение конкуренции. Статья 7 упоминавшегося выше закона Клейтона в сочетании со статьей 2 закона Шермана (1890 г.) чаще всего использовались министерством юстиции США для запрещения тех слияний, которые могли бы привести к появлению компании, «доминирующей» в рамках всей отрасли.

В настоящее время документы относительно предполагаемых С или П компании – инициаторы должны направлять в ФТК и министерство юстиции США. В соответствии с законом Харта–Скотта–Родино (1976 г.) установлен тридцатидневный период, на протяжении которого указанные инстанции рассматривают полученную заявку (в случае необходимости ФТК или министерство юстиции могут продлить указанный срок еще на 15 дней)²⁹.

²⁹ Описанная процедура утверждения обычно распространяется на случаи приобретения пакета, включающего не менее 15% всех голосующих акций корпорации (или

Исследования, проведенные на протяжении последних десятилетий, свидетельствуют о том, что не только формальные запреты, но и согласие на проведение последующего слияния после того, как удовлетворен ряд сформулированных условий, могут оказывать существенное влияние на реструктуризацию соответствующих компаний. Так, влияние антитрестовского регулирования оказалось одним из важнейших факторов, побудивших американскую корпорацию AT&T осуществить чрезвычайно крупные дивестиции (см. Chen, Merville, 1986).

Другое направление государственной активности связано с общим регулированием рынка ценных бумаг. Так, в США в 1986 году по инициативе сенатора Г. Уильямса был принят ряд поправок к закону о фондовой бирже (1934 г.), направленных на защиту миноритарных акционеров поглощаемой фирмы. В соответствии с этими поправками вся информация относительно предполагаемой покупки акций должна быть более доступной акционерам корпорации-цели; должен устанавливаться также некоторый минимальный период, на протяжении которого тендерное предложение носит публичный характер.

В 1972 г. одна из поправок Уильямса была уточнена: все компании (или физические лица), которые приобрели не менее 5% акционерного капитала, должны заполнить особую форму, направляемую в Комиссию по ценным бумагам. Вместе с тем корпорация-покупатель, приобретающая не менее 5% акций, подает публичное тендерное предложение (*tender offer statement*), в котором должна сообщаться информация о намерениях этой компании; кроме того оно должно содержать четкую характеристику предполагаемых соглашений между покупателем и компанией-целью. Копии этих документов должны быть вручены компании-цели, а также всем участникам конкурентных торгов. Особая статья (14e-3) предусматривает достаточно жесткие санкции за ограничения такой информации при проведении тендера.

Наряду с федеральным законодательством немалую роль в регулировании С и П в США играет законодательство штатов. Так, поскольку в силу ряда причин большинство крупных американских корпораций зарегистрировано в штате Делавар, юридические разбирательства по поводу С и П осуществляются судебными инстанциями данного штата. Принимаемые штатами ограничения С и П в последнее время стали предметом активной теоретической дискуссии. Некоторые авторы (см., например, Bebchuk, Ferrel, 1999) полагают, что активное соперничество между штатами за привлече-

такой же доли ее реальных активов). Более подробный анализ содержания антитрестовских законов содержится в ряде специальных работ – см., например, Neale, 1966; Cohler, 1987.

ние регистрирующихся новых корпораций, а также старых компаний, осуществляющих перерегистрацию, может порождать неоптимальные процедуры регулирования С и П.

Интеграционные процессы в Западной Европе сопровождались «гармонизацией» корпоративного законодательства, в том числе законов, регулирующих С и П. Еще в конце 80-х гг. Сообщество разработало «Указания относительно предполагаемых слияний» («Directive on takeover bids»), оговаривающие ряд мер по защите прав миноритарных владельцев компании-цели. В них также оговаривается минимальный период, на протяжении которого тендерное предложение должно сохранять публичный характер, особенно оговариваются меры, обеспечивающие прозрачность отношений между покупателем и компанией, продающей часть своих акций и т.п.

Ограничивая процессы интеграции в тех случаях, когда они могут привести к ослаблению конкурентных сил, регулирующие органы США и стран Западной Европы стремятся к тому, чтобы уже на ранних стадиях переговоров убедить участников намечающегося поглощения отказаться от своих планов, не доводя дело до последующего формального запрета. Так, в Германии с 1974 г. по 1985 г. Немецкое федеральное управление по картелизации смогло провести решения о запрете 26 слияний, тогда как в результате неформальных переговоров с участниками удалось добиться «добровольного» отказа от 113 проектов слияний (см. Monopolkommission, 1986).

В Германии, а также в некоторых других странах континентальной Европы на протяжении 90-х гг. неоднократно предпринимались попытки ослабить те ограничения, которые исключают или сильно затрудняют агрессивные поглощения. Так, законом 1998 г. («KonTraG») немецким открытым акционерным компаниям запрещено устанавливать предельное количество голосов, которыми может обладать один акционер.

В соответствии с функциями регулирования С и П в нем обычно участвуют по крайней мере четыре группы государственных учреждений:

1. Органы антимонополистического регулирования;
2. Ведомства, которые осуществляют общее хозяйственное регулирование³⁰;
3. Организации, ведающие регулированием рынка ценных бумаг;
4. Юридические инстанции – министерство юстиции и различные звенья судебной-арбитражной системы.

³⁰ Так, в Германии решения, принимаемые Управлением по картелизации, могут затем востребоваться для рассмотрения и принятия решения министерством экономики.

Следует подчеркнуть важную роль, которую в таком регулировании может играть судебная-правовая система: любая из операций, связанных с осуществлением С и П, может послужить поводом для возбуждения судебного иска. Так, поправки Уильямса существенно расширили возможности возбуждения исков по поводу нарушения прав (миноритарных) акционеров. В качестве истца могут выступать (и нередко выступают) и регулирующие органы. В США некоторые процессы такого рода были доведены до Верховного Суда. Квалифицированные решения, принимаемые судебными инстанциями, и, что представляется особенно существенным, оперативная и действенная реализация этих решений, по-видимому, относятся к числу ключевых условий, которые необходимы для эффективного регулирования С и П, а также других процессов, протекающих на рынке корпоративного контроля.