

МИРОВОЙ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС

МЕХАНИЗМ ВРАЖДЕБНОГО ПОГЛОЩЕНИЯ В СОВРЕМЕННЫХ КРИЗИСНЫХ УСЛОВИЯХ

С.Б. Зайнуллин

Российский университет дружбы народов
ул. Миклухо-Маклая, 6, Москва, Россия, 117198

В статье «Анализ механизма враждебного поглощения в современных кризисных условиях» определена актуальность проблемы враждебного поглощения, учтена специфика современных кризисных условий, рассмотрен механизм враждебных поглощений, подробно изучена мотивация и применяемые в ходе враждебных поглощений методы. Результаты проведенного анализа позволят предприятиям, являющимися потенциальными целями враждебных поглощений определить уязвимые позиции, разработать адекватные защитные механизмы.

Ключевые слова: мотивация, механизм, методы, враждебные поглощения.

В связи с развитием рыночных отношений в России существенно меняется хозяйственно-экономическая среда. К первоочередным задачам руководителей предприятий относятся мониторинг внешней среды, определение угроз и механизмов реагирования на них с учетом динамики среды. Особое значение это имеет в условиях, когда отдельные элементы среды или среда в целом проявляют агрессивность в отношении предприятий. Необходимо учитывать интересы иных хозяйствующих субъектов, их планы в отношении предприятия, возможность агрессивных намерений, вплоть до достижения экстремума агрессивности — разработки и реализации планов по враждебному поглощению, что в большинстве случаев приводит к прекращению существования промышленного предприятия как самостоятельного хозяйствующего субъекта.

Рост количества враждебных поглощений несет угрозу не только отдельным частным интересам, но и общественным интересам, так как снижает устойчивость гражданского оборота, ухудшает инвестиционный климат в России и способствует росту монополизации отдельных отраслей и рынков, что особенно актуально в автомобильной промышленности, которая в силу высокой технологичности и ресурсоемкости естественным образом тяготеет к олигополии.

В условиях мирового финансового кризиса вопрос изучения слияний и поглощений не потерял своей актуальности. По мнению партнера компании Ernst&Young А. Бахмацкого, рынок M&A в 2009 г. в деньгах сократится на 40%, но количество сделок останется прежним [1].

По мнению консультанта Торгово-промышленной палаты профессора А.А. Богатикова, «в условиях финансово-экономического кризиса рейдерство приобрело новые формы, связанные с долговыми обязательствами и кредитной историей предприятий. Усилились информационные атаки рейдеров на банки, что привело к банкротству, разорению и смене хозяев у 35 финансовых институтов» [2].

Целью данного исследования является анализ подготовки к защите от враждебного поглощения, которая достигается путем решения задач анализа механизма враждебных поглощений, включая такие элементы, как мотивация и методика враждебных поглощений.

Научные исследования мотивации и методики враждебных поглощений начались в 1970-х гг. Р. Хиггинсом и Л. Шоллом, были продолжены в 1990-е Лихтенбергом и Зигелем, Клементом и Гринспаном, М. Шировером, П. Дойлем, П. Гохеном вследствие изменения старых методов и появления новых, вызванных общественной реакцией на враждебные поглощения. Актуальность враждебных поглощений в современных условиях была подтверждена исследованиями компании Ernst&Young и Торгово-промышленной палаты РФ.

Анализ механизма враждебного поглощения. Механизм недружественного поглощения можно представить в виде алгоритма, разработанного автором (рис. 1). Исследование данного механизма необходимо для того, чтобы в дальнейшем были разработаны адекватные методы противодействия враждебным слияниям и поглощениям.

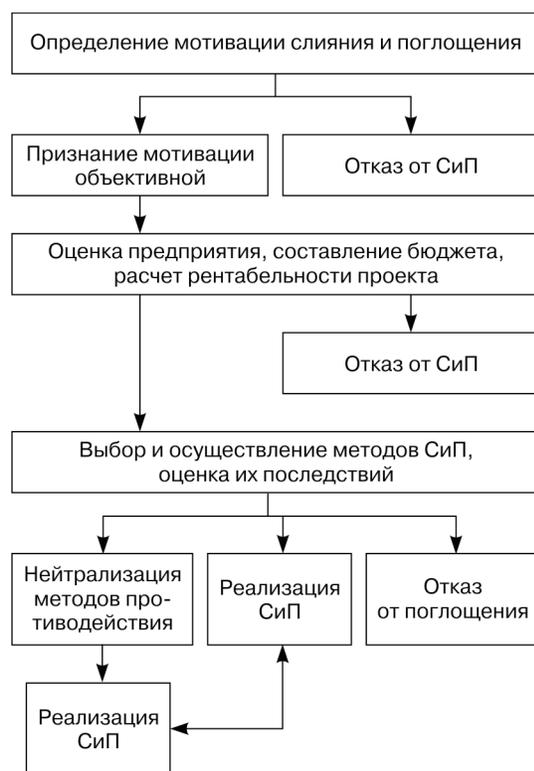


Рис. 1. Механизм недружественного поглощения

Разработанный автором механизм поглощения является инновационным, поскольку часто при осуществлении поглощения достигается цель развития предприятия, перехода от стадии зрелости жизненного цикла обратно к стадии роста, в том числе на основе конструктивных преобразований, в приобретаемых на этой основе активах. В реальных условиях отсутствие подобного механизма приводит к тому, что разработка плана носит интуитивный характер, при этом очень редко производится оценка мотивов поглощения, в расчетах рентабельности проекта на учитываются факторы риска, отсутствует сравнительный анализ и адекватная оценка применяемых методов.

Гипотезы мотивации поглощения. Мотивация поглощений, проклассифицированная автором по критерию объективности (субъективности), представлена в табл. 1, разработанной автором.

Таблица 1

Мотивация поглощения

| Объективная мотивация | Субъективная мотивация |
|---|---------------------------------|
| Достижение роста в медленно растущей отрасли посредством поглощений | Гипотеза высокомерия поглощения |
| Достижение синергического эффекта | Гипотеза проклятья победителя |
| Диверсификация | Улучшение управления |
| Улучшение НИОКР | |
| Улучшение системы распределения | |

Достижение роста в медленно растущей отрасли посредством поглощений. Управляющие предприятий постоянно вынуждены демонстрировать успешный рост. Это особенно справедливо в случае, когда компания или отрасль в прошлом достигали роста. Однако когда спрос на продукцию и услуги отрасли снижается, демонстрировать рост становится все труднее. Когда это происходит, управляющие нередко начинают стремиться к слияниям как методу демонстрации роста. Они зачастую надеются, что такие поглощения приведут не только к увеличению доходов, но также к повышению доходности за счет синергических выигрышей. В России в связи с экономическим бумом именно этот мотив был неактуален, но по мере неизбежного замедления экономического роста или спада на дальнейшем витке цикла Кондратьева, например, именно этот мотив станет все более актуален.

Достижение синергического эффекта означает способность объединенной корпорации быть более прибыльной, чем отдельные части или компании, которые объединяются.

Некоторые исследователи рассматривают синергию широко и включают, например, ликвидацию неэффективного руководства путем приведения к власти более способного менеджмента приобретающей компании. Хотя определять синергию таким образом вполне разумно, в настоящем исследовании автор этот термин определяет более узко и рассматривает выгоды, связанные со сменой руководства, отдельно [3. С. 50].

Двумя главными типами синергии являются операционная синергия и финансовая синергия. Операционная синергия проявляется в двух формах — увеличение доходов и сокращение расходов. Это увеличение доходов и повышение эффективности, или экономия операционных затрат, может извлекаться как при

горизонтальных, так и при вертикальных слияниях. Финансовой синергией называется возможность снижения затрат на капитал в результате соединения одной или более компаний

Операционной синергии, повышающей доходы, труднее достичь, чем синергии от сокращения расходов. Клемент и Гринспан называют это возможностью увеличения доходов. Они определяют ее как «вновь созданный или усиленный продукт или услугу, которые формируются синтезом двух различных качеств партнеров по слиянию и создает немедленный и/или долгосрочный рост доходов» [4. С. 46].

Антиэкономия от масштаба возникает, когда компания несет более высокие расходы и сталкивается с другими проблемами, связанными с координацией большего объема операций. Условия, при которых возникает антиэкономия от масштаба, являются предметом спора многих экономистов. Некоторые экономисты приводят в качестве свидетельств продолжающийся рост крупных мультинациональных корпораций, таких как Exxon и General Motors [5. С. 270]. Эти компании демонстрируют длительные периоды роста, продолжая при этом выплачивать акционерам приемлемую прибыль на капитал. Другие утверждают, что такие компании могли бы давать акционерам более высокую норму прибыли, если бы они были меньшими по размеру и в связи с этим более эффективными.

Некоторые эмпирические исследования подтверждают мнение, что слияния и поглощения используются для достижения операционной экономии. Например, Лихтенберг и Зигель [6. С. 643] обнаружили повышение эффективности заводов, которые пережили смену собственников. Фактически они пришли к выводу, что те заводы, которые работали хуже, с наибольшей вероятностью могли сменить владельцев. Синергия требует, чтобы покупатель получал выигрыш, например, в объеме повышения производительности, которая компенсирует эту премию. Предполагается, что эти выигрыши будут реализованы за годы, следующие за сделкой. Для того чтобы выплата премии имела смысл, приведенная стоимость синергетического выигрыша должна превышать уплаченную премию [7. С. 84].

Автор наблюдал, как на практике происходит интеграция. При фактическом объединении двух предприятий при сохранении формальной независимости администрация компании А, а именно руководитель, бухгалтерия, финансовый отдел, ведущий инженерный персонал был принят по совместительству в компанию Б. При этом сократились не только расходы на заработную плату и налоги с фонда оплаты труда (в общей сложности на треть с учетом повышения заработной платы указанным специалистам), но и существенно снизились иные непроизводственные расходы, в связи с освобождением значительной части площадей административного корпуса, снижением коммунальных расходов, расходов на оргтехнику, канцтовары и т.д. В другом случае была создана управляющая организация, которой были переданы административно-управленческие функции, при этом часть административного аппарата четырех предприятий перешла в управляющую организацию, часть была сокращена.

Финансовой синергией называется влияние слияния или поглощения корпорации на привлечение капитала поглощающей компании или партнеров по сли-

янию. В тех пределах, в которых существует финансовая синергия в объединенных корпорациях, следует понижать и затраты на капитал. Однако вопрос о том, действительно ли существует финансовая синергия, является в корпоративных финансах спорным.

Техническая неплатежеспособность может произойти даже тогда, когда сумма активов превышает сумму пассивов. Другая более серьезная форма банкротства предприятия выражается в превышении суммы пассивов над активами, когда чистая стоимость компании является отрицательной. Хотя техническая неплатежеспособность представляет собой менее серьезную угрозу, чем эта форма банкротства, ее может оказаться достаточно, чтобы привести к падению кредитного рейтинга компании, что, в свою очередь, может вызвать рост затрат на капитал.

Хиггинс и Шолл [8. С. 147] объясняют этот эффект термином взаимного страхования долга. Если корреляция входящих потоков двух компаний не является абсолютно совпадающей, риск банкротства, ассоциируемый с объединением этих компаний, может быть снижен. При определенных обстоятельствах одна из компаний может оказаться в условиях, которые приведут ее к банкротству.

Под *диверсификацией* подразумевается рост компании за пределы своей отрасли. Многие компании стремятся к диверсификации как к средству стать более устойчивыми.

В дополнение к экономии от масштаба и выгодам диверсификации, слияния (поглощения) имеют еще два экономических мотива — горизонтальную и вертикальную интеграцию. Горизонтальной интеграцией называется увеличение рыночной доли и рыночной силы, которое происходит в результате поглощений и слияний с конкурентами. Вертикальной интеграцией называется слияние или поглощение компаний, которые имеют взаимоотношения покупателя и продавца.

Горизонтальная интеграция. Объединения, которые приводят к увеличению доли рынка, могут оказывать значительное воздействие на рыночную силу объединенной компании. В качестве примера можно привести регулярные поглощения с целью горизонтальной интеграции.

Вертикальная интеграция происходит путем поглощения компаний, которые находятся ближе к источнику поставки или конечному потребителю.

Компания может рассматривать вариант вертикальной интеграции по ряду причин. Зависимость выражается не только в самом факте поставки, но и в ее качестве и своевременности. Наличие своевременного снабжения помогает компании надежно поставлять свой собственный продукт. Кроме того, если компании осуществляют управление товарно-материальными запасами по схеме «точно вовремя», они могут воспользоваться преимуществами вертикально интегрированной корпоративной структуры, чтобы снизить складские издержки.

Гипотеза высокомерия поглощения. Гипотеза гордыни предполагает, что управляющие стремятся поглощать компании по своим собственным личным мотивам и что чистый экономический выигрыш для поглощающей фирмы является не единственной и даже не главной мотивацией поглощения.

Гипотеза «проклятие победителя», касающаяся поглощений, гласит: в борьбе за целевую компанию с наибольшей вероятностью выиграют те покупатели,

которые переоценивают ее стоимость. Это происходит из-за того, что они более склонны переплатить и перебить цену конкурентов, которые оценивают цель точнее. Этот результат не уникален для поглощений и является естественным для любого аукциона.

Улучшение управления. Некоторые поглощения мотивируются верой в то, что руководство поглощающей компании сможет лучше управлять ресурсами компании-цели. Покупатель может считать, что его управленческие навыки настолько хороши, что под его управлением стоимость компании-цели вырастет. Это побуждает покупателя уплачивать за цель стоимость, превышающую текущую цену ее акций.

Улучшение НИОКР. Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы критически важны для будущего роста многих компаний, в особенности фармацевтических.

Улучшение системы распределения. Компании, которые производят продукт, но не имеют прямого доступа к потребителю, нуждаются в разработке каналов, обеспечивающих, чтобы их продукт достигал конечного потребителя, принося им прибыль. Вертикальные слияния между производителями и дистрибьюторами или розничными продавцами, нередко дают конкурирующим производителям причину для беспокойства, что они могут оказаться отрезанными от каналов распределения.

Методика враждебных поглощений. При реализации враждебных поглощений на практике применяются следующие методы.

Создание первоначальной позиции. Первым шагом, который зачастую осуществляется до использования различных тактик поглощения, является первоначальное накопление акций компании-цели. Делая это, покупатель стремится создать первичную позицию, с которой можно будет начать враждебное предложение. Одно из преимуществ такой покупки акций состоит в том, что, если рынок не знает о его действиях, покупатель может избежать выплаты премии. Это снижает среднюю стоимость поглощения.

Неформальный подход. Прежде чем начать враждебные действия, покупатель может попытаться официально связаться с руководством компании-цели. Это иногда называется неформальным подходом. Инициатива может исходить от члена руководства покупателя или от одного из его представителей, например инвестиционного банка. Неформальный подход может использоваться, если покупатель не уверен в реакции компании-цели. Если целевая компания была объектом других враждебных попыток, которые она отразила, или публично заявила о своем желании оставаться независимой, этот шаг может дать мало выгод.

«Медвежья объятия». Покупатель иногда может попытаться оказать давление на руководство компании-цели до начала тендерного предложения. Это может быть сделано через установление контакта с советом директоров с проявлением интереса к поглощению компании и выражением намерения обратиться напрямую к акционерам с тендерным предложением, если эти действия не будут благожелательно восприняты руководством компании-цели. Эта стратегия может

также сопровождается публичным объявлением о намерении покупателя сделать тендерное предложение.

Субботный ночной специальный — это тендерное предложение корпорации-покупателя на выкуп контрольного пакета обыкновенных голосующих акций корпорации-цели, которое делается вечером в пятницу без каких-либо предварительных консультаций и переговоров с корпорацией-целью и действительно только в течение определенного количества дней (чаще всего минимально разрешенного количества дней, на которое разрешает выдвигать тендерное предложение действующее национальное законодательство).

Стратегия надкусывания является наиболее эффективной стратегией враждебного поглощения. При этом сама стратегия очень проста и заключается в том, что за определенный промежуток времени до официального объявления о намерении поглотить компанию корпорация-покупатель приобретает относительно небольшой пакет ее обыкновенных голосующих акций.

Приобретение опоры значительно упростит для корпорации-покупателя процесс контакта с акционерами корпорации-цели, так как теперь она будет выступать уже не как сторонний агрессор, а как «такой же» акционер.

Двухъярусное тендерное предложение иногда называют тендерным предложением с нагрузкой первой части. Оно дает более высокую компенсацию за покупку на первом этапе, после которой следует меньшая компенсация для второго яруса, или завершающей части, сделки. Эта техника предназначена для оказания давления на акционеров, которые опасаются, что могут стать частью второго яруса и получить меньшую компенсацию, если не примут участие в тендере достаточно рано, чтобы участвовать в первом ярусе. Если в ходе первого этапа собрано достаточное количество акций и слияние или поглощение одобрено, оставшимся акционерам придется отдавать свои акции за меньшую компенсацию.

Покупки на открытом рынке. Враждебный покупатель может аккумулировать акции компании-цели до совершения тендерного предложения. Как отмечалось ранее, покупатель обычно старается держать эти первоначальные покупки в секрете, чтобы как можно меньше влиять на повышение цен акций компании-цели. Приобретения зачастую делаются через различные посреднические корпорации и партнерства, чьи названия не раскрывают истинного имени конечного покупателя.

Битва за доверенности представляет собой попытку со стороны отдельного акционера или группы акционеров получить контроль или произвести другие изменения в компании через использование механизма корпоративного голосования с помощью доверенностей.

Итак, в статье дана классификация мотиваций враждебных поглощений, что позволяет менеджменту предприятий определить слабые места, уязвимость и привлекательность предприятия, проанализированные методы враждебных поглощений позволяют менеджменту предприятия разработать превентивный, эффективный защитный механизм.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Федоринова Ю. По мнению компании Ernst&Young, рынок M&A в 2009 г. в деньгах сократится на 40%, количество сделок останется прежним // Ведомости. — 19.02.2009. — № 30.
- [2] Богатилов А.А. Криминальный захват российских предприятий: пробелы в законодательстве или отсутствие эффективного инструмента противодействия рейдерству: Выступление на заседании «круглого стола» в Торгово-промышленной палате Российской Федерации. 12.03.09.
- [3] Дойль П. Маркетинг, менеджмент и стратегии. — СПб.: Питер, 2007.
- [4] Clemente N., Greenspan D.S. Winning at Mergers and Acquisitions: The Guide to Market-Focused Planning and Integration. — New York: John Wiley & Sons, 1998.
- [5] Gaughan P.A. Mergers, Acquisitions and Restructurings. Third edition. John Wiley&Sons, Inc.
- [6] Lichtenberg and Donald Siegel. Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants. — Brookings Papers on Economic Activity 3 (1987).
- [7] Sirower M.L. The Synergy Trap. — New York: The Free Press, 1997.
- [8] Higgins R.C., Schall L.C. Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers // Journal of Finance. — 30 (March 1975).

MECHANISM OF HOSTILE TAKEOVER IN MODERN CRISIS CONDITIONS

S.B. Zaynullin

Peoples' Friendship University of Russia
Miklukho-Maklaya str., 6, Moscow, Russia, 117198

In the article «the Analysis of the mechanism of hostile takeover in modern crisis conditions» the urgency of a problem of hostile takeover is advanced, specificity of modern crisis conditions is considered, the mechanism of hostile takeovers is considered, the motivation and applied is in detail studied during hostile takeovers. Results of the conducted analysis will allow the enterprises to determine weaknesses, acting as the potential purposes of hostile takeovers to develop adequate protective mechanisms.

Key words: motivation, the mechanism, the methods, hostile absorption.