

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЫНКА РЕОРГАНИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Аннотация. Проанализировано влияние макроэкономических и микроэкономических факторов на процессы слияния и поглощения в Украине и за рубежом.

Ключевые слова: слияние, поглощение, модель, волна, интеграция, структурные изменения, акция, капитал.

Введение. Корпоративные трансформации и интеграции компаний наблюдаются на всех этапах развития рыночной экономики и охватывают как небольшие частные компании, так и крупнейшие транснациональные корпорации. Слияния и поглощения происходили и происходят в большинстве стран с рыночной моделью экономики.

Постановка задачи. Существует множество теорий, объясняющих причины проведения сделок по консолидации, слиянию и поглощению компаний. В каждом конкретном случае существует своя мотивация объединения компаний. На поведение сливающихся сторон может одновременно оказывать влияние сразу несколько мотивов. Этими стимулами могут являться: усиление конкурентных преимуществ, снижение производственных издержек, расширение рынков сбыта, получение налоговых льгот и т.д. Считается, что мотивацией более чем к 15% поглощений в США в 1980-90гг. являлось желание топ-менеджеров усилить свое влияние и заработать дополнительные дивиденды, кроме этого в то время в США (как и сейчас в Украине) считалось, что участие во враждебных захватах компаний способствует укреплению бизнес-имиджа менеджмента. Практически универсальным объяснением стремления к проведению сделок по слиянию или поглощению (M&A) является так называемый эффект синергии, описываемый простой математической формулой $2+2>4$.

Несмотря на различную мотивацию проведения интеграционных трансформаций в каждом конкретном случае, были отмечены общие тенденции, связанные с состоянием мировой и национальной экономики, а также зависимость интеграционной активности от ряда макроэкономических факторов. В частности, известно, что активность компаний на рынке слияний и поглощений на протяжении всей своей истории носила волнообразный характер. Также было отмечено, что пики активности интеграционных трансформаций тесно связаны с циклами Н. Кондратьева.

Момент перехода от одного цикла к другому сопровождается изменением механизма функционирования экономики. Одним из средств обеспечения структурной перестройки экономики в точке смены циклов и одновременно одним из индикаторов последней является активность сделок слияния и поглощения.

Каждая волна слияний характеризуется преобладанием одного из направлений, которое изменяется в следующую волну.

Пики сделок слияния и поглощения приходятся на периоды структурных изменений, промышленных кризисов и подъемов, высокой инфляции, технологических революций, когда происходит существенная организационная перестройка экономики и переоценка ее активов.

Кроме этого, отмечен еще ряд интересных зависимостей. Например, пик волны слияний чаще всего совпадает по времени с ростом акций на фондовом рынке, а волны слияний тесно коррелируют с ростом капитализации фондового рынка и ростом долговой нагрузки на экономику страны. Эта связь имеет две основные причины. Во-первых, резкий рост курса акций вызывает асимметричность распределения информации между потенциальными участниками рынка по поводу будущих перспектив поглощаемой компании, а во-вторых, рост курсовой стоимости акций и долговых обязательств упрощает задачу концентрации капитала, необходимого для поглощения.

Также была найдена тесная прямая связь активности трансформационных интеграции с изменением реальных процентных ставок в экономике, с размерами экономики и с налоговой системой страны.

Результаты. Исторической родиной интеграционных сделок считаются США. Первые крупные волны реорганизационной активности происходили именно там и были обусловлены особенностями развития экономики этой страны. Последние волны интеграционной активности объясняются в большей степени глобализацией и процессами, происходящими в мировой экономике в целом. Всего выделяют пять наиболее выраженных волн слияний:

1. Монополистическая волна 1895-1904 (monopolistic wave)

В начале XXв. экономика США столкнулась с проблемой неэффективного сосредоточения капитала. Технический прогресс и резкий всплеск производительных сил требовали резкого расширения рамок капиталистической собственности.

Заметную роль в накоплении и перераспределении капитала сыграли крупные банки. Сращивание банковского и промышленного капитала привело к образованию финансового капитала и финансовой олигархии. Важной формой создания отраслевых и межотраслевых монополистических союзов явилась многоуровневая система участия одних корпораций в управлении акционерным капиталом и финансовыми потоками других корпораций, обеспечивая корпорации, находящейся на самом вершине пирамиды, контроль над громадными капиталами.

Быстрый рост размеров капитала достигался также усилением централизации, происходившей в форме слияний независимых корпораций.

В результате были образованы крупнейшие финансово-промышленные

корпорации, подчинившие себе целые отрасли промышленности и занявшие в ряде отраслей монопольное положение.

В начале первой фазы волны преобладали горизонтальные слияния, затем основная часть сделок сместилась в область вертикальных интеграции, что привело к появлению предприятий, которые можно считать предшественниками современных вертикально интегрированных корпораций.

Отличительной чертой большинства слияний в этот период явился множественный характер: в 75% от общего количества слияний было вовлечено, по крайней мере, по 5 фирм, в 26% из них участвовало 10 и более компаний. Иногда объединялись несколько сотен фирм.

2. Олигополистическая волна 1922-1929 (oligopoly wave)

Вторая большая волна монополистических слияний произошла в США накануне экономического кризиса 1929-1933гг.

Для этой волны было характерно образование картелей и синдикатов. Широко распространение получила система трестов и концернов. Трест, как правило, объединял предприятия одной отрасли, связанные единым технологическим циклом. В концерн обычно входили предприятия различных отраслей. Во главе и тех, и других находились финансовые и инвестиционные институты.

Параллельно этому развивалась вертикальная концентрация внутри трестов: присоединялись предшествующие и последующие экономические звенья. В концерне происходит комбинирование производственных процессов, вследствие чего возрастает концентрация производства.

Развитие капиталистических комбинатов одновременно вело к росту вертикальной и горизонтальной концентрации.

В связи с введением жестких антимонопольных мер и усилением влияния государства в этот период преобладало господство не монополии, а олигополии, доминирование небольшого числа крупнейших фирм.

Для этой волны в большей степени характерны вертикальные слияния и диверсификация.

3. Конгломеративная волна 1967-1969 (conglomeracy wave)

В начале 1960-х гг. в американской экономике наблюдаются тенденции к образованию новых форм монополистических объединений, так называемых конгломератов. В конгломератах, получивших развитие в основном в США, объединены самые разнообразные виды производств, не имеющие между собой никакой промышленной связи и не связанные также единым сырьем, едиными условиями сбыта.

Конгломератные слияния - результат усиления с середины XXв. концентрации научных исследований, управления. В конгломератах создаются условия для перелива капитала из одной отрасли в другую, минуя традиционный рынок капитала.

По оценке Федеральной торговой комиссии США, с 1965 по 1975гг. 80% слияний привели к образованию конгломератов. Число чистых конгломератных слияний возросло с 10,1% в 1948-1955гг. до 45,5% в 1972-1979гг. Жесткое антимонопольное законодательство ограничило горизонтальную и вертикальную интеграцию. Количество горизонтальных слияний сокра-

тилось с 39% в 1948-1955гг. до 12% в 1964-1971гг.

В 70-е гг. активная деятельность крупных компаний по диверсификации активов продолжилась, и она была связана, прежде всего, со стремлением приобретения активов в сферах электроники и телекоммуникаций.

4. Смешанная волна 1981-1989

В 1980-е гг. прибыли конгломератов стали неуклонно снижаться. Компании, входившие в конгломераты, показывали худшие результаты, чем независимые предприятия в тех же отраслях, а новые поглощения приносили лишь колоссальные убытки.

Фактически большая часть слияний и поглощений в 1980-е гг. осуществлялась путем разделения конгломератов, образованных десятью-двадцатью годами ранее. Заметной становится тенденция враждебных поглощений. Учитывая смягчение антимонопольной политики, в этот период компании используют горизонтальные слияния.

Развитие фондового рынка, появление высокодоходных и высококорисковых долговых инструментов сделало наиболее популярными поглощения путем скупки акций. Наряду с этим становятся широко известными слияния, связанные с выкупом долговых обязательств.

5. Современная волна 1993-н.в.

Начавшаяся в 1993г. последняя волна слияний достигла своего пика к началу 2000г. Глобализация, технический прогресс, сокращение объема вмешательства государства и безудержный рост рынка акций в США сыграли заметную роль в распространении этой волны. Огромный размах получили слияния и поглощения в финансовой сфере. Пять из десяти крупнейших слияний 1998г. произошли в банковской сфере. Большое количество слияний наблюдалось также в области hi-tech и медиа-телекоммуникационных компаний.

Наиболее популярным типом слияния компаний является горизонтальная интеграция. Характерно объединение транснациональных корпораций, то есть сверхконцентрация компаний.

Несмотря на тот факт, что интеграционные трансформации являются интернациональным явлением, слияния и поглощения в разных странах имеют свои специфические особенности, связанные с национальной культурой, историей развития предпринимательства. Ключевую роль в особенностях проведения сделок по слиянию и поглощению играет тип корпоративного управления, принятый в том или ином регионе.

Всего принято выделять четыре модели корпоративного управления: две основные (англо-саксонская и рейнская) и две производные (японская и смешанная).

А. США и Англия (англосаксонская модель - Anglo-Saxon model)

Зачастую англосаксонскую модель корпоративного управления также называют аутсайдерской. В аутсайдерской модели корпоративного управления функции владения и управления обособлены друг от друга. Конфликт интересов двух групп экономических субъектов - собственников и управляющих требует наличия системы внешних противовесов, в качестве которой выступает рынок корпоративного контроля.

Таким образом, рынок корпоративного контроля в аутсайдерской модели управления представляет собой механизм влияния акционеров на процесс управления компанией, обеспечивающего смену контроля над неэффективно управляемой (с точки зрения интересов акционеров) компанией, а враждебные поглощения являются нормальным компонентом англо-американской бизнес-культуры.

Основы юридической системы и особенности налогообложения в странах с аутсайдерской моделью развития ориентированы на защиту миноритарных акционерного капитала и низкой концентрации собственности.

Модель финансовой системы, в которой рынок ценных бумаг играет ключевую роль в финансировании компаний, оказывает влияние на целевые установки экономических субъектов, связывая их с индикаторами фондового рынка (ориентация компаний на рыночную капитализацию, показатель прибыли на акцию). Высокая степень развития рынка ценных бумаг также обеспечивает значительные возможности финансирования сделок по реорганизации.

Рассмотрим особенности интеграционных трансформаций в странах с аутсайдерской моделью корпоративного управления.

Спецификой англосаксонского варианта проведения является доминирующее количество враждебных поглощений и сделки, связанные с проведением трансформаций в крупных и транснациональных компаниях.

Основной формой для слияния компаний служат открытые тендерные предложения. Акционеры поглощаемой компании зачастую рассматривают враждебное поглощение как возможность получить дополнительную прибыль.

Отличительной особенностью также является открытый характер сделок. Основное внимание уделяется процессу информирования 3 групп: акционеров, сотрудников компании, рыночных аналитиков. Это связано с тем, что в условиях развитого открытого фондового рынка неблагоприятное отношение любой из этих групп может привести к падению курса акций и изменению стоимости поглощения в неблагоприятную сторону.

Характерной чертой слияний в США является сокращение издержек за счет сокращения численности отделений и персонала как обязательный элемент слияния.

Несмотря на это, отношение общества и бизнеса к компаниям-поглотителям достаточно позитивное: считается, что они выполняют роль «санитаров леса», заставляя менеджмент компании-цели повышать свою эффективность и конкурентоспособность. К недостаткам аутсайдерской модели относят высокую зависимость менеджмента компании от краткосрочных текущих показателей в ущерб долгосрочному развитию, так называемая «тирания квартальных отчетов».

Б. Европа (рейнская модель - Rhenish model)

Рейнская, или инсайдерская, модель корпоративного управления реализована в странах ЕЭС. Особенность инсайдерской модели заключается в том, что менеджмент компании зачастую владеет ее контрольным пакетом. Инсайдерская модель предполагает долгосрочное владение пакета-

ми акций и более низкую ликвидность фондового рынка по сравнению со странами, имеющими англосаксонскую модель управления.

Кроме этого, налоговое и правовое регулирование в странах с рейнской моделью управления также не одобряет спекулятивных операций с акциями (в частности, высокий уровень налога на продажу акций с премией) и затрудняет переход права собственности на активы компании третьим лицам без согласия других собственников.

Таким образом, особенность реорганизационных трансформаций в странах Евросоюза заключается в том, что:

- доля дружественных слияний в Европейском союзе значительно превышает долю поглощений в сделках по реорганизации;
- до последнего времени количество враждебных слияний было чрезвычайно мало. В отличие от США, где происходят, прежде всего, слияния или поглощения крупных фирм, в Европе идет поглощение мелких и средних компаний, семейных фирм, небольших акционерных обществ смежных отраслей;
- в большинстве стран Европы общественное мнение не одобряет проведения враждебных поглощений. Профсоюзы и общественные организации также не одобряют интеграционных трансформаций в связи с боязнью сокращения рабочих мест. Компании, инициирующие сделки по враждебному поглощению, обвиняются в насаждении англосаксонской модели корпоративной культуры.

Низкая информационная прозрачность рынка приводит к увеличению периода времени, необходимого для проведения поглощения, и в связи с этим увеличивается стоимость поглощения

Жесткое трудовое законодательство, устанавливающее высокий уровень социальных и компенсационных выплат и накладывающее на работодателя обязательства по трудоустройству уволенного сотрудника, а также значительная экономическая мощь профсоюзов усложняют возможность экономии издержек за счет ликвидации подразделений и сокращения рабочих мест.

Высокий уровень издержек является одной из ключевых причин низкой прибыльности трансформационных интеграции европейских стран франко-германского блока.

В. Япония (японская модель)

Вариант модели корпоративного управления в Японии является производным от рейнской, инсайдерской, модели. Отличительной чертой интеграционных сделок в Японии является практически полное отсутствие враждебных поглощений и устойчивая солидарная позиция основных акционеров компании. Сложившаяся законодательная система фактически препятствует проникновению иностранного капитала с целью недружественных поглощений.

К особенностям «поглощения по-японски» можно отнести активную роль персонала компании в процессе поглощения. На защиту поглощаемой корпорации встают профсоюзы, персонал и менеджмент: «Отстоим наши рабочие места!» С точки зрения японцев, всякая компания рассматривается как сообщество пожизненно работающих в ней людей, и продажа или купля одной

компании другой считается достаточно неблагоприятным делом.

Японцы ориентированы на мораль и групповое поведение, работники компании в значительной мере отождествляют себя со своей фирмой, их зарплата и продвижение по служебной лестнице в большей степени зависят от стажа работы в данной компании. Профсоюзы организованы по фирмам, поэтому они, как правило, против продажи компании. Поскольку компании гарантируют занятость в течение всей жизни работника, сократить численность персонала после продажи компании очень сложно.

Также к особенностям сделок по реорганизации в Японии относится:

- взаимное предпочтение формированию вертикальных и горизонтальных предпринимательских групп и межфирменных объединений;
- высокая стоимость проведения интеграционных трансформаций;
- создание дублирующей, громоздкой системы управления и сохранения параллельных рабочих мест;
- плавный, постепенный характер проведения трансформаций;
- основной целью большинства реорганизационных сделок является концентрация капитала, а не рост прибыльности корпораций.

Г. Смешанная модель

Смешанная модель корпоративного управления присуща странам с переходной экономикой. Наиболее ярко этот тип управления реализован в Украине, странах СНГ, Восточной Европы и Латинской Америки. Интеграционным трансформациям, реализованным в рамках смешанной модели корпоративного управления, присущи худшие черты и инсайдерской, и аутсайдерской модели. Рассмотрим основные особенности таких сделок на примере Украины.

Активизация корпоративных трансформаций в современной Украине связана в первую очередь с постприватизационным перераспределением собственности и расширением крупных финансово-промышленных групп.

Основными факторами, определяющими специфику проведенных корпоративных трансформаций в Украине являются: низкая информационная прозрачность, отсутствие внятной правовой базы, регулирующей отношения акционеров, и закона об инсайдерской информации, а также многочисленные противоречия в законодательстве Украины.

Недостаточная правовая защищенность инвесторов, в особенности миноритарных акционеров, в 4 % обуславливает низкую капитализацию фондового рынка. Для него характерны низкие объемы портфельных инвестиций и высокие масштабы выкупа акций с целью передела собственности, рыночная цена акций на вторичном рынке не имеет существенного значения, а значимые колебания курса акций возможны только во время попытки недружественного поглощения компании (единственным приятным исключением являются акции крупнейших украинских компаний).

Следствием правовой незащищенности инвесторов в Украине является высокое требование к доле подконтрольного акционерного капитала, то есть покупка контрольного пакета акций зачастую не обеспечивает реального управления финансовыми потоками предприятия. Зачастую считается предпочтительней неформальный контроль за предприятием через

контроль финансовых потоков, давальческие схемы и т.п., чем юридическое оформление слияния или поглощения.

Количество дружественных слияний исчисляется единицами. Правовая законодательная база зачастую способствует проведению жестких враждебных захватов.

Отличительной особенностью проведения интеграционных преобразований в Украине является широкое распространение механизма банкротства с целью его дальнейшего поглощения. При проведении жестких поглощений особое значение приобретает влияние административного ресурса.

В экономике современной Украины за последние 15 лет уже можно выделить несколько ярко выраженных трансформационных волн.

1-я волна (1990-1998) - приватизационный и постприватизационный передел собственности. По сути, корпоративные трансформации этого периода были вызваны простым переделом собственности. На первом этапе произошло разукрупнение крупных государственных холдингов, а для второго периода этой волны характерна смена неэффективного менеджмента «красных директоров», создание ПФГ, вертикальной интеграции, восстановление технологических цепочек, укрупнение банков (хорошим примером резкого укрупнения банков являлась покупка Аваль-банка Раффайзен-банком.

В середине 1990-х гг. за год в среднем у 8-10% предприятий менялись основные собственники.

Крупные вертикальные структуры были построены в металлургической промышленности, прошли активные интеграционные процессы в энергомашиностроении Украины.

2-я волна (1998-2003) - наряду с продолжающейся вертикальной интеграцией украинских компаний, значимую часть от общего числа сделок стали занимать сделки с горизонтальной интеграцией или монополизацией отрасли. Эта посткризисная волна была вызвана девальвацией, удешевлением активов и переключением спроса на внутреннее потребление. В качестве примера можно привести объединение в 2002 г. нефтяных и нефтеперерабатывающих предприятий Украины. Большое количество сделок проходит с использованием преднамеренного банкротства, размытия акционерного капитала и силовых и административных захватов.

3-я волна (2003-2005) - волна активности вызвана высокими ценами на нефть, большими доходами от экспорта и стремлением отечественных компаний занять максимально возможные объемы рынка до вступления Украины в ВТО и до того, как на него придут иностранные конкуренты.

В этом периоде наблюдается замедление роста общего количества сделок по слиянию и поглощению и резкий рост стоимости проведенных корпоративных интеграций.

Большинство аналитиков предсказывают дальнейшее увеличение объемов и стоимости интеграционных трансформаций в Украине и увеличение активности в отраслях, ранее не охваченных этими процессами (аграрный сектор, финансовые компании, производство потребительских товаров длительного пользования и т.д.). Вероятно, снижение общего количества враждебных поглощений особенно с использованием механизма банкротства.

Вывод. Анализ интеграционных трансформаций в Украине и других странах показывает, что специфика проведения слияний и поглощений, активность, направление и модель реорганизации зависят не только от микроэкономических факторов и текущей мотивации инициаторов слияния но и от совокупности макроэкономических, социальных и культурных факторов.

Технология и особенности проведения интеграционных трансформации напрямую зависят от культуры корпоративного управления, принятой в бизнес-сообществе, и от текущего состояния экономики и правовой базы, определяющей отношения инвесторов и собственников.

Литература

1. Гражданский кодекс Украины. - Харьков: Одиссей. - 2005. - 400 с.
2. Хозяйственный кодекс Украины. - Харьков: Одиссей. - 2005. - 256 с.
3. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс. - 2004. 741 с.
4. ТОП-100: Самые динамичные компании Украины // Рейтинг (Инвест-газета). - 2006. - №3.

Иванищев А.В.

РАЗВИТИЕ БАНКОВСКИХ ГАРАНТИЙ КАК ФОРМЫ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ

Аннотация. В статье обоснована необходимость развития банковских гарантий как формы экономических отношений, обеспечивающей выполнение обязательств со стороны контрагентов. Предложен подход к определению «справедливой» стоимости гарантии на основе сравнения цены гарантии и кредита. Рассмотрен ряд аспектов работы с гарантиями в украинских коммерческих банках.

Annotation. In the article substantiated the necessity of banking guarantees development to constrain contract conditions implementation. Was introduced an approach to determine a guarantee's "fair" price based on the comparison between loan and guarantee prices. Were considered some aspects of working with guarantees in Ukraine banks.

Ключевые слова: банк, механизм, гарантия, риск, кредит.

Введение. В настоящее время ключевой задачей для нашей страны является обеспечение динамичного экономического роста. В последние годы украинская экономика росла довольно быстрыми темпами, однако этот рост происходил на фоне множества нерешенных проблем. Одной из важнейших проблем является становление рыночной институциональной среды, которая позволит развиваться свободному предпринимательству. Существующая на настоящий момент институциональная среда не всегда способна удовлетворить самым базовым требованиям, которые на нее налагает цивилизованная рыночная экономика – обеспечить защиту частной собственности и строгое выполнение условий контрактов (3).

Примеров, когда одна из сторон или обе недобросовестно выполняют условия контрактов в нашей стране, множество. Помимо прямого ущерба