корпоративное управления и сделки слияний и поглощений

модель корпоративного управления как фактор динамики слияний и поглощений

Аннотация

В статье рассматривается влияние национальной модели корпоративного управления на динамику слияний и поглощений. Показано, как модель корпоративного управления определяет мотивы сделок, дружественный или враждебный характер интеграции, форму оплаты сделок и их стоимость и тем самым выступает фактором динамики слияний и поглощений.

Ключевые слова: слияния и поглощения, корпоративное управление, факторы динамики, англосаксонская модель, континентальная модель, японская модель, стейкхолдеры

В современных условиях слияния и поглощения (СиП) между компаниями становятся все более распростране нной стратегией развития бизнеса. В мире наблюдаются периодические и достаточно продолжительные подъемы интенсивности СиП, которые имеют форму простых двухфазных циклов или волн.

Тем не менее интенсивность волн слияний и поглощений значительно различается по странам. График на *рис. 1* (*см. на с. 62*) демонстрирует динамику стоимостного объема слияний и поглощений в экономике пяти стран с 1991 по 2009 гг.

Динамика слияний и поглощений

График демонстрирует схожую тенденцию колебания стоимостных объемов сделок по слияниям и поглощениям в экономике пяти стран, которая представлена двумя волнами с пиками в 2000–2001 гг. и 2006–2007 гг. В качестве лидеров по объемам СиП выделяются США и Великобритания.

При этом коэффициент парной корреляции между временными рядами показателей стоимостного объема в этих странах за 1991–2009 гг. показал наибольшую линейную зависимость из всех пар

Пашкова В.М.
аспирантка экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета
vall_pach@mail.ru

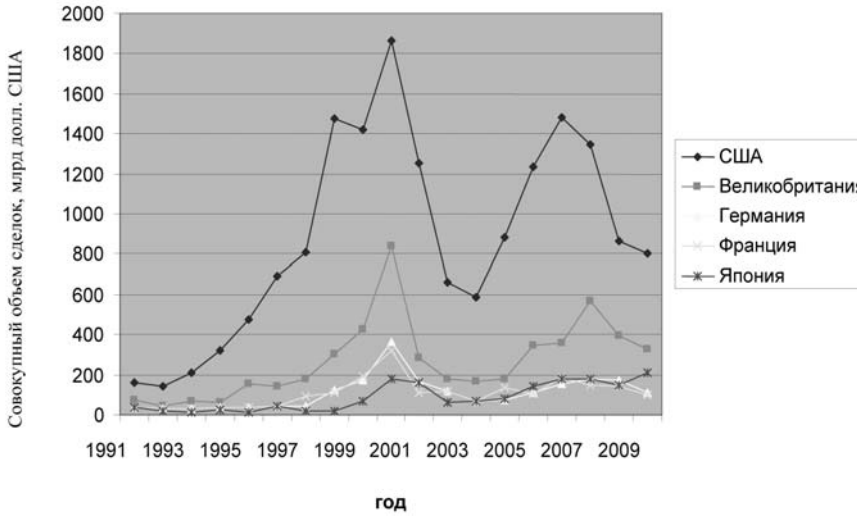


Рис. 1. Стоимостной объем сделок слияний и поглощений в год, млрд долл. США, 1991–2009 гг. [3, 7, 6]

экономик. Он составил 0,84. Германия и Франция оказались на втором месте по объемам сделок, а коэффициент линейной корреляции между их показателями был 0,75. Динамика слияний и поглощений в Японии характеризовалась специфическим трендом: низкие показатели слияний и поглощений в 90-х гг. сменились устойчивым ростом вплоть до 2009 года.

На основе данной статистики было выдвинуто предположение, что динамика слияний и поглощений зависит от национальной модели корпоративного управления. Как известно, США и Великобритания, так же как Австралия, Ирландия, Новая Зеландия и Канада относятся к странам, в которых доминирует англосаксонская модель корпоративного управления. В Германии, а также в большинстве стран Западной Европы, преобладает континентальная модель. В Японии сложилась специфическая, японская модель корпоративного управления.

для англосаксонской модели менеджмента характерна низкая концентрация собственности и высокий уровень развития рынков акционерного капитала

Под моделью корпоративного управления понимается комплекс внутренних и внешних механизмов, которые определяют взаимоотношения между ключевыми субъектами корпоративных отношений (менеджментом, советом директо-

ров, акционерами и др. стейкхолдерами) и позволяют оптимизировать процесс управления компанией [10].

Англосаксонская модель управления

Для англосаксонской модели характерна низкая концентрация собственности и высокий уровень развития рынков акционерного капитала. Как правило, основная часть акций распределена между внешними собственниками (аутсайдерами), среди которых важную роль играют инвестиционные, пенсионные, страховые фонды. Целевые установки экономических субъектов тесно связаны с показателями рыночной капитализации, прибыли на акцию, величины дивидендов и т.д.

В результате начинают действовать особые стимулы к проведению слияний и поглощений посредством механизма фондового рынка. В их числе преобладает стремление укрепить позиции переоцененных акций путем их обмена на акции других компаний или, наоборот, получить спекулятивные выгоды от покупки компаний по заниженной цене, меньшей, чем действительная стоимость ее активов [2].

Кроме того, высокая степень развития и ликвидности рынка ценных бумаг в условиях англосаксонской модели корпоративного управления приводит к многообразию методов финансирования сделок слияний и поглощений: простыми акциями, облигациями и привилегированными акциями, конвертируемыми и гибридными ценными бумагами.

Англосаксонская модель корпоративного управления предполагает в равной мере возможность как добровольных, дружественных слияний, так и недружественных (враждебных) поглощений. К последним в западной теории и практике относятся сделки, которые осуществляются путем прямой скупки акций у акционеров на фондовом рынке (тендерных предложений) в обход текущего менеджмента компании или после получения его официального отказа.

В отдельные годы до 20% случаев приобретения собственности в США являлись недружественными, в то время как, например, в Японии до недав-

Литература

1. Are new rules kind to hostile mergers? // The Japan Times. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.japantimes.co.jp.
2. Blank B., Bartholdy Y. What drives private and public merger waves in Europe? // Social Science Research Network. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: hrrp://ssrn.com/abstract=1338347.
3. FactSet Mergers, Research Spotlight 2009.[Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mergermetrics.com.
4. Hostile takeover bids set to surge. // Financial News. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.efinancialnews.com.
5. Odagiri H. Growth through competition, competition through growth. Strategic management and the economy in Japan. – New York, 2002.
6. Thomson Reuters. Special Reports, Mergers and Acquisitions data, 2000–2009. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.ft.com.
7. Zephyr Online Database. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://zephyr2.bvdep.com.

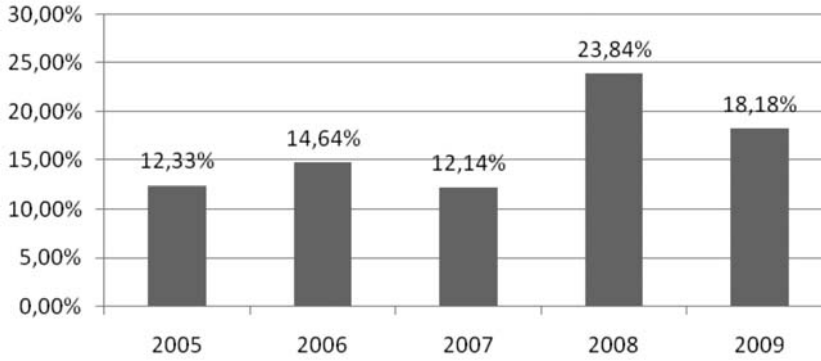


Рис. 2. Доля враждебных приобретений в общем количестве сделок слияний и поглощений в экономике США, %, 2005–2009 гг. [3]

него времени их насчитывались единицы [3]. Это связано с тем, что разрешение агентской проблемы в условиях англосаксонской модели корпоративного управления требует наличия системы внешних противовесов, которые способны устранить неэффективных менеджеров. В результате враждебные поглощения получили институциональное оформление в виде рынка корпоративного контроля, который выступает механизмом смены руководства компании и оказывает на него дисциплинирующее воздействие (*см. рис. 2 выше*).

В Великобритании доля враждебных сделок также традиционно высока. Помимо развитого рынка корпоративного контроля этому способствует действие английского Кодекса приобретений (UK Takeover Code), правила которого выступают гарантией соблюдения интересов всех участников враждебной сделки.

...большинство сделок в странах с континентальной моделью управления носит дружественный и закрытый характер

Континентальная модель

Континентальная модель корпоративного управления развивается на базе концентрированной структуры акционерного капитала. Для стран, в которых данная модель является доминирующей, характерны следующие модели поведения субъектов корпо-

ративного управления и особенности сделок слияний и поглощений:

1) отсутствует как таковой рынок корпоративного контроля, так как роль механизма, способствующего эффективному функционированию компании, выполняют иные стимулы (угроза потери рынка, возможность банкротства, контроль со стороны банков);

2) проведение сделок слияний и поглощений затруднено в связи с ориентацией крупных акционеров на долгосрочное владение акциями, сильными позициями менеджеров в компании;

3) функцию основного инвестора выполняет, как правило, коммерческий банк, который требует тщательного обоснования целесообразности осуществления крупных финансовых проектов, в том числе сделок по СиП;

4) нет стимулов к оптимизации издержек за счет ликвидации подразделений и сокращения рабочих мест в объединенной компании в связи с наличием жестокого трудового законодательства и значительной экономической мощью профсоюзов [8];

5) распространено перекрестное владение акциями (компании являются акционерами друг друга).

Поэтому предметом сделок по слияниям и поглощениям чаще всего становятся неконтрольные пакеты акций, а средняя стоимость сделки и премия за контроль оказываются ниже, чем в странах с англосаксонской моделью.

В результате большинство сделок в странах с континентальной моделью управления носит дружественный и закрытый характер, является следствием долгих предварительных переговоров, а не результатом публичных тендерных предложений. В то же время в условиях современного финансово-экономического кризиса доля враждебных приобретений возрастает и в этих странах, так как нестабильность макроэкономических показателей и различные представления инвесторов о ценности активов затрудняют достижение компромисса по стоимости сделки [4].

В целом, особенности континентальной модели корпоративного управления определяют более низкую интенсивность слияний и поглощений в экономике, меньшую амплитуду их волн.

Литература

8. Ключко В.Н. Германская модель корпоративного управления: генезис, особенности и тенденции // Менеджмент в России и за рубежом. – 2006. – № 6.

9. Орлова Н. Модели слияний и поглощений в международной банковской сфере // Финансист. – 2000. – № 9.

10. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М., 2003.

11. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М., 2000.

12. Стасюк К. Корпоративные слияния и поглощения в Японии – уроки для России // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 12.

в последнее время происходит сближение различных моделей корпоративного управления, что будет способствовать дальнейшей синхронизации динамики слияний и поглощений в разных странах

Японская модель менеджмента

Японская модель корпоративного управления, основанная на консолидации корпоративной собственности, также не способствует высокой активности в сфере слияний и поглощений. Это связано с несколькими причинами:

1) в японской бизнес-культуре сложилось негативное отношение к недружественным сделкам. Враждебные слияния и поглощения расцениваются как непродуктивная трата материальных и человеческих ресурсов, препятствие экономическому росту и причина нарушения благоприятного социального климата [12];

2) согласование экономических интересов и стратегий развития компаний осуществляется на основе политики постоянных акционеров и уже сложившихся связей между вертикальными и горизонтальными предпринимательскими группами (кейрецу);

3) при осуществлении слияний или поглощений в Японии участники сделки сталкиваются с необходимостью полной гармонизации корпоративных культур, системы найма и ротации персонала, социального обеспечения, графика и условий работы и т.д. [5].

Что касается трансграничных слияний и поглощений, то доступ зарубежных инвесторов в экономику Японии традиционно был ограничен. Существенные изменения произошли только в 2007 году, когда в силу вступило новое корпоративное законодательство, разрешающее проведение трехсторонних сделок по слияниям и поглощениям. Это привело к росту интереса зарубежных компаний и инвестиционных фондов к активам японских предприятий.

Суть трехсторонней сделки состоит в том, что филиал иностранной компании, расположенный на территории Японии, осуществляет приобретение японского предприятия, используя в качестве оплаты акции своей материнской компании. Так, только в 2007 году было отмечено более 400 попыток враждебных поглощений японских компаний со стороны зарубежных инвесторов [1].

Кроме того, в последние годы в Японии наметилась тенденция к снижению концентрации собс-

давления поглощений

твенности, постепенному отказу от перекрестного владения акциями, увеличению мобильности персонала, а также развитию новых банковских и иных форм финансирования сделок по слияниям и поглощениям. В данных условиях можно ожидать и дальнейшего роста количества и объема сделок по слияниям и поглощениям в японской экономике в среднесрочной перспективе.

Итак, было показано, что модель корпоративного управления является значимым фактором динамики слияний и поглощений. В последнее время происходит сближение различных моделей корпоративного управления, что будет способствовать дальнейшей синхронизации динамики слияний и поглощений в разных странах, а также росту числа трансграничных сделок.

pn

Pashkova V.M.
Postgraduate Student, Department of Economics,
Saint Petersburg State University

Model of Corporate Management as a Dynamics Factor of Mergers and Acquisitions

Abstract

The article examines the impact of the national model of corporate management on the dynamics of mergers and acquisitions. It is shown how the model of corporate management determines the motives of transactions, a friendly or hostile character of integration, the form of payment in transactions and their value and thus becomes a dynamics factor of mergers and acquisitions.

Keywords: mergers and acquisitions, corporate management, dynamics factor, Anglo-Saxon model, continental model, Japanese model, stakeholders