

ГРИГОРЬЕВА Екатерина Николаевна

**СЛИЯНИЕ И ПОГЛОЩЕНИЕ КОМПАНИЙ:
ВЛИЯНИЕ МИРОВОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО
КРИЗИСА**

Специальность 08.00.01 – Экономическая теория

(Область исследования – 1.2 Микроэкономическая теория: теория организации рынков; 1.3 Макроэкономическая теория: теория деловых циклов и кризисов)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

Москва

2012

*Работа выполнена на кафедре политической экономии экономического факультета
Федерального государственного образовательного учреждения высшего
профессионального образования
“Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова”*

Научный руководитель:

доктор экономических наук, профессор,
заслуженный деятель науки РФ
ПОРОХОВСКИЙ Анатолий Александрович

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук,
профессор кафедры политэкономии
КУЛИГИН Василий Дмитриевич
*(Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«Государственный университет управления»)*

кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономической теории
РЯЗАНОВА Анастасия Александровна
*(Федеральное государственное образовательное бюджетное
учреждение высшего профессионального образования
«Московский государственный институт международных
отношений (университет) Министерства иностранных дел
Российской Федерации»)*

Ведущая организация:

*Федеральное государственное бюджетное учреждение науки
Институт Соединённых Штатов Америки и Канады
Российской академии наук*

Защита состоится 17 октября 2012 г. в 15 час. 30 мин. на заседании Диссертационного совета Д. 501.001.23 экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, г. Москва, ГСП-1, Ленинские горы, МГУ им. М.В. Ломоносова, 3-й учебный корпус, ауд. 413

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова

Автореферат разослан « » сентября 2012 г.

Ученый секретарь Диссертационного совета

Д 501.001.23

кандидат экономических наук, доцент

Л.В. Рой

Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования

С момента начала экономического кризиса в США в 2007г., который дал старт мировому экономическому кризису, прошло уже более пяти лет. При этом современное состояние развития национальной и мировой экономики уже невозможно представить без происходящих процессов слияний и поглощений компаний. Поэтому дискуссии о формах консолидации активов, концентрации капитала, влиянии слияний и поглощений на внутристрановую и глобальную конкуренцию не теряют своей актуальности.

Это связано, во-первых, с количественной динамикой рынка слияний и поглощений: на протяжении долгих лет, вплоть до начала мирового экономического кризиса 2007-2009 гг., росло не только общее число M&A (Mergers & Acquisitions – слияния и поглощения), но и стоимостной объем сделок. Стоимость всех мировых сделок по слиянию и поглощению, заключенных в 2001 году составила \$1,6 трлн., в 2004 г. - \$1,9 трлн., а в 2007 г. уже \$4,2 трлн.¹ Динамика оказалась столь внушительной, что не оставила сомнений в исключительно высокой значимости этих процессов.

Во-вторых, достигнув таких глобальных масштабов, рынок слияний и поглощений стал одним из индикаторов мировой экономики. По качественным и количественным изменениям этого параметра теперь можно судить в известном смысле не только об уровне развития национальных экономик, но и о состоянии мировой экономики в целом, ее проблемах и перспективах.

В-третьих, важно учесть произошедшие изменения и новые тенденции на рынке слияний и поглощений в период и после мирового экономического кризиса 2007-2009 гг. Кризис катастрофически отразился на мировом рынке M&A и внес свои коррективы в процесс консолидации как на национальных рынках, так и на глобальном. Емкость мирового рынка слияний сократилась в

¹ Thomson Reuters <http://thomsonreuters.com/>

2008 году на треть по сравнению с успешным 2007 г., российский же рынок упал на 36,5%². Кроме того, изменилась отраслевая структура рынка M&A, условия сделок, на передний план вышли новые мотивы для консолидации, значительно выросла роль государства в качестве регулятора и участника сделок.

В-четвертых, данная тема актуальна и для современного этапа развития экономики России, не только из-за того, что слияния и поглощения – относительно новое явление по сравнению со странами, где эти процессы идут уже давно, но и из-за характерных национальных особенностей, связанных со спецификой российской экономической модели.

Степень научной разработанности проблемы

В современной экономической литературе насчитывается существенный объем как теоретических, так и прикладных работ, посвященных различным аспектам функционирования рынка слияний и поглощений. Значительно возросшее в последние годы число научных и периодических публикаций, анализирующих проблемы консолидации и корпоративного управления, свидетельствует о повышенном интересе отечественных и зарубежных исследователей к проблеме слияний и поглощений компаний.

Теоретические и прикладные проблемы, связанные с процессами слияний и поглощений компаний, достаточно полно и подробно исследовались зарубежными авторами. В работах Бишопа Д., Брейли Р., Галпина Т., Горта М., Гохана П., Десаи А., Йенсена М., Лажу А., Майерса С., Рида С., Рикертсена Р., Саммерса Л., Фриша Х., Хардинга Д., Хэндона М., Чанга Дж., Эванса Ф. и др. рассматриваются проблемы мотивации сделок M&A, стратегии и тактики реорганизации акционерных обществ, оценки стоимости сливающихся компаний, финансирования совершаемых сделок, управления интегрированными компаниями.

² Аналитическая группа M&A-Intelligence журнала «Слияния и поглощения»
<http://www.ma-journal.ru/news/57629>

В отечественной литературе интерес к проблемам рынка слияний и поглощений особенно ярко проявился в последние десять лет. В работах Авхачева Ю.Б., Аистовой М.Д., Варламовой А.Н., Гололобова Д.В., Иванова Ю.В., Игнатишина Ю.В., Ионцева М.Г., Мальгинова Г.Н., Могилевского С.Д., Молотникова А.Е., Мусатовой М.М., Осинковского А.Д., Осипенко О.В., Паппэ Я.Ш., Рой Л.В., Рудык Н.Б., Семенковой Е.В., Сизова Ю.С., Храбровой И.А., Чирковой Е.В., Шаститко А.Е., Шмелевой Н.А., Эскиндарова М.А. и др. были исследованы теоретические аспекты проблем слияний и поглощений компаний, корпоративные конфликты, особенности совершения сделок в области слияний и поглощений компаний в условиях отечественной экономики, проблемы совершенствования российского законодательства, интеграция российских компаний в мировое хозяйство.

Изучением вопросов взаимосвязи макроэкономических факторов и процессов слияний и поглощений занимались Бекетти С., Боллерслев Т., Бэйли Р., Васконселлос Дж., Глоуб Д., Диболд Ф., Дутц М., Линдер П., Киш Р., Нельсон Р., Совелл Ф., Таггарт Р., Уайт Л., Шеа Г.

Проблемы государственного регулирования слияний и поглощений в России и вопросы концентрации на российских рынках наиболее полно исследуются в работах Авдашевой С.Б., Радыгина А.Д., Энтова Р.М.³

Несмотря на наличие обширного числа публикаций, многие аспекты этой темы, обусловленные современными обстоятельствами, остаются малоизученными и требуют дальнейшей разработки. В первую очередь, наблюдается недостаток работ, предусматривающих комплексное исследование рынка слияний и поглощений, включающих анализ влияния мирового экономического кризиса на количественные и качественные характеристики глобального и отечественного рынков слияний и поглощений. Кроме того, малоизученным в отечественной научной литературе остается рынок слияний и

³ Работы исследователей, упоминаемых в данном разделе, указаны в списке использованной литературы диссертации.

поглощений Канады, одной из стран «Группы восьми», которому посвящена отдельная глава диссертации.

Цель и задачи исследования

Целью диссертационного исследования является выявление специфики и последствий влияния мирового экономического кризиса на процессы слияний и поглощений компаний.

Для реализации данной цели в работе поставлены следующие *основные задачи*:

- систематизация и анализ мотивов, побуждающих компании осуществлять слияния и поглощения;
- ретроспективный анализ основных этапов развития мирового рынка слияний и поглощений с выявлением специфических характеристик периода, предшествующего мировому экономическому кризису;
- выявление особенностей процессов слияний и поглощений, свойственных периодам экономического подъема и спада;
- комплексный анализ количественных и качественных характеристик глобального рынка слияний и поглощений в период мирового экономического кризиса;
- выявление взаимосвязей между фундаментальными причинами мирового экономического кризиса и изменениями на рынке слияний и поглощений компаний;
- сравнительный анализ влияния мирового экономического кризиса на рынки слияний и поглощений Канады и России;
- прогнозирование основных тенденций развития рынка слияний и поглощений в ближайшей перспективе.

Объектом исследования являются процессы слияний и поглощений компаний на национальном и международном уровне в последние годы.

Предметом исследования выступают тенденции развития и особенности функционирования странового и глобального рынка слияний и поглощений в условиях мирового экономического кризиса.

Теоретическая и методологическая основа исследования

Теоретической основой работы послужили исследования зарубежных и отечественных авторов в области слияний и поглощений, интеграционных процессов, корпоративного управления и реорганизации компаний, а также труды, посвященные проблемам функционирования рынка слияний и поглощений в период мирового финансового кризиса и вопросам его регулирования. Значительное внимание уделено работам в данной области, проведенным учеными экономического факультета МГУ.

При проведении исследования автором применялись общенаучные методы и приемы: методы микро- и макроанализа и теории отраслевых рынков, сочетание качественного и количественного подходов, сравнительный и системный анализ, экономико-статистические и графические методы, метод экспертных оценок.

Информационной базой исследования послужили материалы как отечественных, так и зарубежных периодических и научных изданий; данные государственной статистики (Росстат, Банк России, Bank of Canada, National Bureau of Economic Research); специализированные базы данных сделок рынка слияний и поглощений (Bloomberg, Reuters, Crosbie, Dealogic, M&A-Intelligence); биржевые котировки акций компаний (ММВБ и РТС); информационно-аналитические исследования и тематические обзоры международных и российских организаций и комиссий (ОЭСР, Всемирный Банк); общедоступные отчеты международных аудиторско-консалтинговых компаний (KPMG, Deloitte, PwC, Ernst&Young) и аналитических групп (M&A-Intelligence, Mergers.ru, РБК); нормативные документы министерств и ведомств, законодательные акты; web-сайты зарубежных и российских компаний.

Диссертационная работа выполнена в соответствии с Паспортом научной специальности 08.00.01 – Экономическая теория (область исследования – Микроэкономическая теория: теория организации рынков; Макроэкономическая теория: теория деловых циклов и кризисов).

Научная новизна исследования заключается в разработке автором теоретических положений, характеризующих основные направления воздействия мирового экономического кризиса на глобальный и отечественный рынок слияний и поглощений.

Наиболее существенные научные результаты состоят в следующем:

- Раскрыта специфика мирового рынка слияний и поглощений в XXI веке на комплексном уровне. Определены факторы, оказавшие влияние на его развитие как в предкризисный, так и кризисный период. Раскрыта роль государства в процессах слияний и поглощений и обосновано усиление его активности в период мирового экономического кризиса 2007-2009 гг.
- Уточнены и дополнены специфические характеристики шестой «предкризисной» волны слияний и поглощений 2003-2007 гг., среди которых: дальнейшее углубление интернационализации; усиление роли частных инвестиционных фондов; активная биржевая консолидация; преобладание финансирования сделок денежными средствами над другими методами финансирования. Выявлены факторы, определившие вектор развития рынка слияний и поглощений в период шестой волны.
- Выявлены основные черты, характеризующие рынок слияний и поглощений на различных этапах экономического цикла, на основе анализа процессов слияний и поглощений, происходящих в XIX-XXI вв.
- Показана взаимосвязь фундаментальных причин современного экономического кризиса с изменениями, произошедшими на рынке слияний и поглощений, в частности, между динамикой диспропорциональности экономики и динамикой слияний и поглощений. Установлено, что рынок слияний и поглощений в данном контексте стал, во-первых, индикатором,

отразившим наличие этих диспропорций, а, во-вторых, механизмом, который в период подъема усугублял имеющиеся в мировом хозяйстве дисбалансы, а в период кризиса – механизмом их нивелирующим.

- Раскрыты специфические особенности рынков слияний и поглощений Канады и России, дана комплексная сравнительная характеристика динамических и структурных параметров этих рынков, и выявлены тенденции их развития в кризисный период. Обоснованы прогнозы возможных тенденций развития мирового рынка слияний и поглощений и, в частности, рынков слияний и поглощений России и Канады в ближайшей перспективе.

Теоретическая и практическая значимость работы

Теоретическая значимость диссертационной работы заключается в том, что результаты, полученные автором в ходе исследования, дополняют имеющиеся экономико-теоретические представления по ряду направлений: теории организации рынков, мотивации сделок слияний и поглощений, взаимосвязи макроэкономических факторов и динамики рынка слияний и поглощений, интеграции компаний в условиях структурного кризиса.

Практическая значимость состоит в возможности использования основных положений и выводов исследования:

- специалистами и руководителями фирм при разработке стратегий развития компаний;
- экспертами аудиторско-консалтинговых компаний и аналитических групп при подготовке тематических обзоров и информационно-аналитических исследований тенденций развития мировой экономики, а также глобального и отечественного рынка слияний и поглощений;
- при подготовке и совершенствовании учебно-методических материалов и в процессе преподавания дисциплин «Экономическая теория», «Теория отраслевых рынков», «Макроэкономика», «Современная система экономики», «Экономика России», а также на курсах профессиональной

переподготовки и повышения квалификации экономистов и специалистов в сфере слияний и поглощений;

- в работе государственных органов при выработке рекомендаций для целей кредитно-денежной политики Российской Федерации и для совершенствования антимонопольного законодательства.

Апробация результатов исследования

Основные положения диссертации обсуждались на международных и всероссийских конференциях и семинарах, среди которых: Международный молодежный научный форум «Ломоносов-2010» (Москва, 2010 г.), IV международная научная конференция «Инновационное развитие экономики России: институциональная среда» (Москва, 2011 г.), международная научно-практическая конференция «Третьи Найденовские чтения. 20 лет экономических реформ в РФ: итоги, опыт, перспективы » (Москва, 2011 г.), всероссийская научная конференция молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодая наука XXI века – за мир без проблем» (Пятигорск, 2011 г.), XXIII международная практическая конференция «Актуальные вопросы экономических наук» (Новосибирск, 2011 г.), II международная научно-практическая конференция «Теоретические и практические аспекты развития современной науки» (Москва, 2011 г.), международная научно-практическая конференция «Наука и современность – 2012» (Новосибирск, 2012).

Положения и результаты диссертационной работы используются в практической деятельности Департамента платежного баланса Центрального Банка Российской Федерации при расчете, прогнозировании и анализе данных в части финансовых операций и инвестиционных доходов, используемых при разработке отчетного платежного баланса, инвестиционной позиции и внешнего долга Российской Федерации, что подтверждено справкой о внедрении.

Публикации. Основные выводы и положения исследования отражены в девяти публикациях, общим объемом 3,6 п.л. (из них авторских – 3,35 п.л.), в том числе в журналах и изданиях, рекомендованных ВАК РФ - 1,6 п.л.

Структура работы обусловлена целью и задачами, поставленными в исследовании. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, приложений и списка использованной литературы, содержащего 208 источников. Работа иллюстрирована рисунками, графиками и таблицами. Общий объем работы составляет 156 страниц.

Логика исследования предопределила следующую структуру работы:

Введение

ГЛАВА I. ПРОЦЕССЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ: БАЗОВЫЕ АСПЕКТЫ И СПЕЦИФИКА РАЗВИТИЯ

1.1 К вопросу об используемой терминологии

1.2 Мотивы слияний и поглощений

1.3 Эволюция глобального рынка слияний и поглощений

1.4 Характерные особенности процессов слияний и поглощений в периоды экономических подъемов

ГЛАВА II. МИРОВОЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС И РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

2.1 Глобальные диспропорции как причина мирового экономического кризиса

2.2 Рынок слияний и поглощений как индикатор кризисных изменений в экономике

2.3 Государство на рынке слияний и поглощений

2.4 Перспективы рынка слияний и поглощений: новая волна или очередной виток кризиса?

ГЛАВА III. РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В ПЕРИОД КРИЗИСА И ПОСТКРИЗИСНОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ: ОПЫТ КАНАДЫ И РОССИИ

3.1 Процессы слияний и поглощений в Канаде

3.2 Российский рынок слияний и поглощений: специфика развития в XXI в.

3.3 Процессы слияний и поглощений в Канаде и в России:

общие тенденции и различия

Заключение

Основные положения диссертационной работы

Специфические характеристики шестой «предкризисной» волны слияний и поглощений 2003-2007 гг.

Динамика процессов консолидации компаний тесно связана с глобальными экономическими циклами: в периоды экономических подъемов количество и объем сделок M&A обычно возрастают, а во время рецессий значительно сокращаются. Ретроспективный анализ мирового рынка слияний и поглощений позволяет сделать вывод о том, что и сами процессы слияний и поглощений также носят циклический характер, преодолевая последовательно сменяющие друг друга фазы оживления и спада. Мировая история индустриального рыночного развития насчитывает пять этапов оживления на рынке M&A, пять так называемых волн слияний, каждая из которых обладала своими уникальными характеристиками, привнося что-то новое в непрерывный процесс эволюции рынка слияний и поглощений.

Обобщая исследования, посвященные этапам развития мирового рынка слияний и поглощений, в работе выделены основные черты каждого из периодов активности. Первый период 1893-1904 гг. характеризовался большим количеством горизонтальных слияний, во время второго периода 1919-1929 гг. значительно усилились процессы вертикальной интеграции, третья волна 1955-1969/73 гг. стала эпохой конгломератов, четвертую, 1974/80-1989 гг. отличает высокая доля враждебных поглощений, интернациональный масштаб мега-сделок стал главным отличием пятой волны 1993-2000 гг.

Ряд исследователей и экономистов придерживаются мнения, что 2003 год ознаменовался для мирового рынка слияний и поглощений началом нового этапа его развития, который можно назвать шестой волной слияний. Автор

диссертационного исследования разделяет данную точку зрения и вносит свой вклад в характеристику шестой волны.

Новая волна слияний, нахлынувшая в середине 2003 года, когда экономика и финансовые рынки начали восстанавливаться после спада, начавшегося в 2000 году, стала наиболее масштабной в количественном плане: объем мирового рынка M&A увеличился больше чем в три раза за пять лет (с уровня в \$1,2 трлн. в 2002 г. до \$4 трлн. к концу 2007 г.). Помимо количественных изменений в ходе проводимого анализа автором были выделены и прочие *специфические характеристики шестой «предкризисной» волны* слияний и поглощений 2003-2007 гг.:

- интернационализация, т.е. процессы слияний и поглощений стали охватывать все страны мира. Подверженные влиянию экономических и политических факторов, амбиций менеджеров и владельцев, изменений в антимонопольном законодательстве, рынок слияний и поглощений движется в направлении все большего усложнения заключаемых сделок. И если раньше заключение трансграничных сделок M&A было, в первую очередь, прерогативой крупных международных компаний, в XXI веке возможности и преимущества покупки активов за рубежом стали очевидными и более широкому кругу компаний, в том числе компаний среднего бизнеса, которые стали активно ими пользоваться. Стоит также отметить, что помимо обычных участников международного рынка слияний и поглощений, как, например, США, Канада, Великобритания, в этот период активными игроками проявили себя и представители Италии, Франции, а также развивающихся страны с переходной экономикой, в первую очередь, стран БРИК и Республики Корея.

- высокая активность частных инвестиционных фондов в качестве участников сделок по слиянию и поглощению. Частные инвестиционные фонды, обладающие внушительным объемом денежных средств (в предкризисный период в мире насчитывалось более 2700 частных инвестиционных фондов с активами на сумму около \$500 млрд.) пользовались

⁴ Thomson Reuters, Ibid.

имеющимися у них преимуществами и стали значимыми участниками рынка M&A: стоимостная доля сделок, заключенных при участии частных фондов, в XXI веке достигла 20%⁵.

- преимущественной формой финансирования сделок во время шестой волны стало финансирование денежными средствами, отодвинувшее способ финансирования ценными бумагами на второй план. Это связано с тем, что последовавший за кризисом 2000-х гг. период экономии позволил компаниям сгенерировать огромные запасы денежных средств на счетах, которые впоследствии были использованы в том числе и для финансирования M&A.

- во всем мире шел процесс консолидации бирж, что определенно можно назвать трендом шестой волны слияний. Традиционные фондовые биржи в XXI веке начали терять значительную долю рынка, во-первых, из-за более низких цен на оперативные услуги альтернативных бирж; во-вторых, из-за невозможности своевременно внедрять новые торговые платформы, сервисы, разработать более современные финансовые продукты, так как это все сопряжено с многомиллионными издержками. Чтобы выстоять на рынке и стать на нем крупным игроком многим биржам пришлось объединить свои активы. В результате слияния многие биржи получили доступ к новым технологиям торговли (новейшим торговым платформам, терминалам сервисам), которые уже имелись у их конкурентов, что повлекло за собой увеличение количества предлагаемых услуг, улучшение качества обслуживания, снижение стоимости операций и увеличение предложения ценных бумаг и, как результат, приток клиентов. Плюс ко всему это способствовало уменьшению издержек объединенных бирж и снижению негативного эффекта от конкуренции.

Автором выделен ряд *факторов*, прямо или косвенно повлиявших на развитие рынка слияний и поглощений в таком направлении:

⁵ The uneasy crown, The Economist, 08.02.2007 <http://www.economist.com/node/8663441>

- глобализация экономики, вынуждающая компании укрупнять капитал в целях повышения эффективности его использования;
- рост цен на сырьевые товары, способствующий укреплению позиций компаний, появлению свободных денежных средств для финансирования M&A и восстановлению уверенности инвесторов;
- доступность низкопроцентных источников финансирования сделок;
- давление, оказываемое инвесторами-активистами⁶ на менеджмент компании, вынуждающее их учитывать требования инвесторов и изменять стратегию фирмы, в том числе, на расширение путем приобретения других компаний или продажи самой компанией всех своих активов или их части;
- протекционизм и развитие антимонопольного законодательства, влияющие на степень конкуренции на рынках. Политика правительства может как содействовать слияниям и поглощениям, так и тормозить или препятствовать им;
- развитие навыков специалистов в анализе, оценке и осуществлении слияний и поглощений, стимулирующее собственников компаний соглашаться на сделку;
- положительная динамика целого ряда макроэкономических показателей, в первую очередь, перманентный рост фондовых индексов, относительно низкие ставки процента и уровень инфляции, способствовавшие укреплению уверенности акционеров и увеличению деловой активности;
- скупка и продажа ценных бумаг арбитражерами, обеспечивающих ликвидность акций и тем самым способствующих увеличению количества сделок;
- слабость одних валют относительно других, влияющая на стоимость компаний и косвенно на динамику рынка слияний и поглощений.

⁶ Инвестиционный активизм – это стратегия, используемая инвесторами для максимизации отдачи от инвестиций путем воздействия на решения менеджмента портфельной компании. Милинчук А. Инвестиционный активизм: краткий обзор // Корпоративные финансы, №1(9), 2009, с. 87
www.ecsocman.hse.ru/data/2012/03/26/1269125228/%D0%92%D1%8B%D0%BF%D1%83%D1%81%D0%BA9_6.pdf

Специфика развития мирового рынка слияний и поглощений в XXI веке

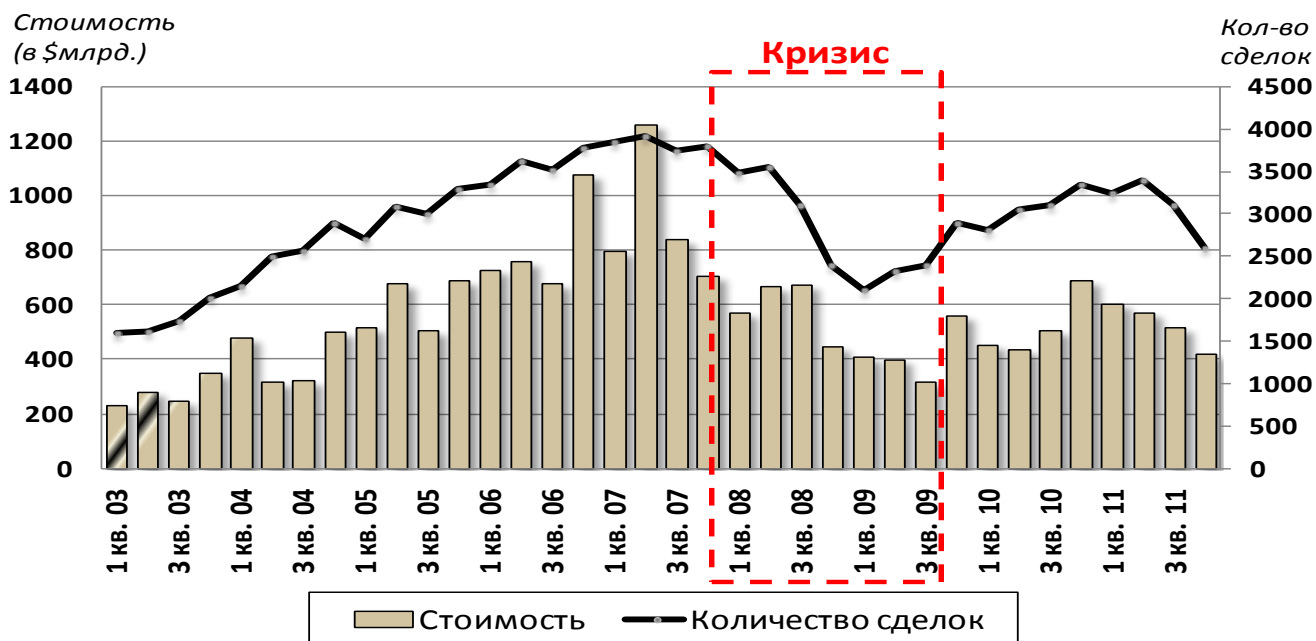
Проведенный в работе качественный и количественный анализ глобального рынка слияний и поглощений в условиях мирового экономического кризиса позволил выявить специфические особенности развития рынка слияний и поглощений в 2007-2009 гг.

На основе изучения статистических данных было установлено, что в кризисный период основными тенденциями мирового рынка слияний и поглощений стали:

- снижение количественного и стоимостного объема сделок. По оценкам различных информационных агентств общая сумма всех транзакций M&A в мире составила в 2008 году примерно \$2,4 трлн., что примерно на 35% меньше, чем в крайне успешном 2007г. Количество же сделок, о которых объявили компании, сократилось за аналогичный период на 23%. Несмотря на рост рынка M&A в IV квартале, показатели 2009г. едва дотягивали до уровня 2004-2005гг. В итоге разница между емкостью рынка 2009 года и 2007 составила рекордные 60%⁷ (см. график 1).

График 1. Поквартальная динамика мирового рынка слияний и поглощений в 2003-2011 гг. (количество и сумма сделок)

⁷The Mergermarket group www.mergermarket.com



Составлено автором на основе данных информационного ресурса:

The Mergermarket Group/mergermarket.com

- изменение отраслевой структуры сделок в пользу финансового сектора экономики. Из-за падения цен на энергоносители, металлы, металлургическую и горнодобывающую продукцию объем и число сделок M&A в сырьевых отраслях значительно упал. Но, тем не менее, в некоторых секторах экономики сделки по слиянию и поглощению шли очень активно, особенно показателен в этом плане финансовый сектор и торговля. Значительная часть объявленных в этих отраслях сделок была обусловлена резким снижением платежеспособности субъектов. Финансовый сектор лидировал по объему сделок в США, Центральной и Восточной Европе, составив около 25% всего мирового стоимостного объема сделок M&A.

- рост числа отмененных сделок по причине отсутствия достаточного объема собственных средств и труднодоступности заемных средств, а также из-за уменьшения стоимости активов, планируемых к покупке. Компании отказались в 2008 году от 1309 сделок на общую сумму \$911 млрд. Для сравнения в 2007 году было отменено на треть меньше сделок – 870⁸.

⁸ 2008-й – год кризисных слияний// Финмаркет, 23.12.2008
<http://www.finmarket.ru/z/news/hotnews.asp?id=1042557&hot=1124159>

- снижение доли трансграничных слияний и поглощений. Общая сумма средств, израсходованная в 2007 году на трансграничные слияния и поглощения, составила \$1,9 трлн. или 50% стоимости всех мировых сделок M&A, в 2008 г. - \$1,1 трлн. (44%), в 2009 году - \$634 млрд. (37,4%)⁹

- активное участие государства и в качестве регулятора, и в качестве участника сделок M&A. Это проявилось и в значительном росте стоимостной доли государственных инвестиций в слияния и поглощения, и в принятии ряда антикризисных мер. В некоторые месяцы доля инвестиций правительствами стран на рынке слияний и поглощений достигала 62% (\$86 млрд.)¹⁰. Правительства всех стран принимали различные программы экстренной финансовой помощи, которые включали и прямую скупку активов компаний, находящихся на грани банкротства, и принятие новых законов в целях стимуляции рынка, и вливание денег в экономику через суверенные инвестиционные фонды.

С учетом выявленных тенденций рынка слияний и поглощений, автором также выделены специфические мотивы компаний, лежащие в основе желания слиться или поглотить компании, характерные кризисному периоду. Основными факторами, которые толкали компании к осуществлению сделки, стали: отсутствие доступного финансирования, необходимость спасти основной бизнес и низкая стоимость активов.

Характерные особенности процессов слияний и поглощений компаний в периоды экономических подъемов и спадов, выявленные автором

Изучение сменяющих друг друга периодов усиления и спада активности на рынке слияний и поглощений позволяет сделать вывод о том, что ускорение процессов консолидации неизменно сопровождает периоды экономических подъемов. Но эти процессы продолжают идти и в периоды застоя и спада, хотя и менее активно. И, несмотря на то, что каждому последующему периоду

⁹ The Mergermarket group, Ibid

¹⁰ Gestrin M. International Investment Free-Fall Comes to an End // OECD Investment News, №13, June 2010, p.2-3

усиления активности на рынке слияний и поглощений была свойственна своя специфика, можно выделить общие черты, характеризующие процессы М&А в периоды оживления экономики и в периоды ее спадов. Сравнительная характеристика рынка слияний и поглощений периодов оживления и рецессии представлена в таблице 1.

Таблица 1. Специфика процессов слияний и поглощений компаний в периоды экономических подъемов и экономических спадов: сравнительная характеристика

Подъем	Спад
<i>Количество и стоимость сделок</i>	
Увеличение	Сокращение
<i>Мотивы</i>	
Широкий спектр «классических» МОТИВОВ	Трансформация «классических» МОТИВОВ
<i>Финансирование сделок</i>	
Возможность выбирать между альтернативными способами финансирования сделок (собственными или заемными средствами, деньгами, акциями или облигациями)	Ограниченность источников привлечения средств
<i>Диверсификация и выход на новые рынки</i>	
Расширение бизнеса, стремление выйти за границы текущей деятельности (отрасли, региона, страны)	Укрепление позиций предприятия, концентрация на основной деятельности, по большей части, в стране базирования компании
<i>Выбор в пользу стратегии слияния и поглощения</i>	
В большинстве случаев, сознательный выбор (если речь не идет об объекте враждебного поглощения)	Часто становится вынужденной мерой, шансом для спасения компании
<i>Роль государства</i>	
Регулятор и субъект сделок M&A	Значительно возрастает роль, проявляющаяся в реализации антикризисных мер (финансовая помощь, санация и т.д.)

Источник: составлено автором

**Анализ взаимосвязи фундаментальных причин современного
экономического кризиса и изменений, произошедших на рынке слияний и
поглощений, в частности, посредством выявления связей между
динамикой диспропорциональности экономики и динамикой слияний и
поглощений**

Автор анализирует глобальные диспропорции, возникающие в экономике, и обосновывает их значимость в качестве первопричин возникновения мирового экономического кризиса 2007-2009 гг. Среди них выделено:

Диспропорции между финансовым сектором и реальной экономикой, проявившиеся в росте объемов инвестиций в финансовый сектор в ущерб реальному сектору; в отделении потоков капитала от потоков товаров и услуг; в оттоке человеческих ресурсов и капитала в финансовый сектор из реального; в стремительном росте объемов деривативов; в увеличении количества оффшоров, мало поддающихся контролю и регулированию.

Диспропорции в отраслевой структуре экономики, нашедшие свое отражение в преобладании сферы услуг над товарной сферой в ряде развитых стран и господстве сырьевых отраслей над всеми другими отраслями в богатых природными ресурсами странах. Эти диспропорции привели к перетеканию ресурсов из менее востребованных отраслей в развитые (из производственных, финансовых, кадровых секторов экономики), к структурной неоднородности экономики, росту безработицы, общему замедлению развития экономики.

Диспропорции между внутренними сбережениями и инвестициями развитых стран, в первую очередь, США. В результате, в мире произошло четкое разделение на страны-кредиторы, к которым относятся страны с высоким уровнем накопления, в частности, страны Азиатско-Тихоокеанского региона, и страны-должники, финансирующие свою экономику за счет чистых сбережений прочих стран, речь идет, в первую очередь, о США. Несбалансированность также проявилась в том, что такое разделение не соответствует раскладу сил в экономике. США, обладая огромным

политическим влиянием и высоким удельным весом в мировой экономике, имеет и самым большой в мире внешний долг, который финансируется их конкурентами.

Излишек непрофильных бизнес-активов, скопившихся на балансах предприятий в докризисные годы и ставших неотъемлемой частью и частных, и государственных компаний. Чрезмерная диверсификация активов способствовала распылению имеющихся у компаний ресурсов, что в условиях кризиса не только привело к ухудшению основной деятельности, но и стало угрозой для выживания компаний.

Отсутствие механизмов регулирования, которые бы вышли за границы национальных рынков, и стали бы глобальными. Интернационализация и глобализация рынков – процесс, который идет уже несколько десятков лет, но, несмотря на это, в мировой практике пока отсутствуют глобальные инструменты и механизмы регулирования, надгосударственные институты и глобальные правила игры для всех участников рынка. Как правило, все регулирование идет на уровне отдельно взятого государства. Это, в свою очередь, приводит к возникновению дисбалансов на глобальном уровне и ведет к кризису

Таким образом, в ходе исследования было установлено, что ряд этих и других стихийно установленных пропорций привели к кризису, который, в свою очередь, вынудил постепенно менять сложившуюся структуру экономики. Рынок слияний и поглощений в данном контексте стал, во-первых, индикатором, отразившим наличие этих диспропорций, а, во-вторых, механизмом, который в период подъема усугублял имеющиеся в мировом хозяйстве дисбалансы, а в период кризиса механизмом их нивелирующим.

Автором обосновывается сделанный ранее вывод о связи между динамикой диспропорциональности экономики и динамикой слияний и поглощений. Было установлено, что эта связь нашла свое проявление в нескольких направлениях развития рынка слияний и поглощений.

- Первым индикатором наличия диспропорций стала тенденция к активной продаже компаниями в период кризиса непрофильных активов, многие из которых были приобретены в предкризисные годы с единственной целью – диверсифицировать свой бизнес-портфель. Многие собственники оказались в заложниках у своих непрофильных предприятий, потому что в период кризиса избавиться от них, не понеся убытков, было зачастую практически невозможно - ликвидационная стоимость оказывалась в разы выше реальной. Слияние и поглощение как способ спастись от банкротства стало тенденцией кризисного периода.

- В период кризиса предприятия, владеющие активами в других странах, отдавали предпочтение направлять все свои средства на поддержание бизнеса в стране своего базирования, т.е. спасать материнские компании и избавляться от активов за рубежом, которые стали для них в какой-то степени непрофильными. Кроме того, в трансграничных сделках четко стало прослеживаться повышение удельного веса развивающихся стран. В 2009 году на второе место по стоимости сделок M&A, обогнав европейцев, вышли китайские компании. В первую очередь, это объясняется наличием у них большого объема сбережений, в том числе сконцентрированных в руках суверенных фондов, которые они смогли направить на инвестиции в развитые страны. Таким образом рынок слияний и поглощений проявил наличие в мире дисбаланса инвестиций и сбережений.

- Среди тех сделок, которые заключались на международных рынках, значительная доля происходила с участием государства. В 2009 году эта доля достигла рекордных 20%, тогда как в предыдущие годы редко превышала 3%. Правительства пытались спасти как финансовые предприятия, так и компании реального сектора, хотя основной объем вливаний был направлен на спасение финансовой системы. Это связано с тем, что предприятия реального сектора очень зависимы от финансового рынка, и когда кризисные явления затронули банки и инвестиционные компании, реальный сектор также оказался под угрозой. Помощь финансовому сектору со стороны государства должна была

способствовать восстановлению рынков кредитования, что, в свою очередь, должно было вызвать оживление в реальном секторе.

- Отраслевые тенденции рынка слияний и поглощений кризисного периода также отразили присутствующие в экономике диспропорции. Статистика показывает, что в предкризисные годы мировыми лидерами по объему сделок M&A, как правило, выступали сырьевые отрасли и электроэнергетика, которым в условиях глобализации стала характерна тенденция укрупнения. Крах финансовой системы привел к тому, что активно консолидироваться начал в первую очередь банковский сектор и отрасли, не имеющие возможность развиваться только за счет собственных средств, и сильно зависящие от кредитов, т.е. от финансового сектора. Именно на банки, недвижимость и ритейл пришлась львиная доля всех заключенных сделок M&A, что в очередной раз демонстрирует сильнейшую зависимость реального сектора от финансового с доминированием последнего.

- Кроме того, выбор слияния и поглощения в качестве способа реструктуризации долга продемонстрировал высокую долговую зависимость компаний.

Анализ рынков слияний и поглощений Канады и России, комплексная сравнительная характеристика динамических и структурных параметров этих рынков и выявленные автором тенденции их развития в кризисный период

Раскрытие данной группы проблем осуществлялось посредством определения ключевых этапов развития рынков слияний и поглощений обеих стран и экономических условий, в которых они формировались, а также путем выявления факторов и предпосылок, оказавших влияние на уровень M&A-активности в России и Канаде.

Рынок слияний и поглощений Канады был выбран для анализа не случайно. Во-первых, важно, что масштаб экономики Канады во многом схож с российским (если судить по объему ВВП), кроме того, они обе являются

странами-участницами «большой восьмерки». Как и Россия, Канада имеет федеративное устройство. Во многом похожи географические и климатические условия в обеих странах. Сходны и природные богатства России и Канады, как и трудности освоения ресурсов, большая часть которых сосредоточена в труднодоступных северных районах стран. Несмотря на это в экономической структуре России и Канады высока роль именно ресурсных отраслей. Однако за последние десятилетия в Канаде произошли существенные сдвиги в структуре национального хозяйства, связанные с быстрым развитием высокотехнологичных отраслей промышленности. При прочих равных, канадский опыт может стать ориентиром для российской экономики, вектором ее развития.

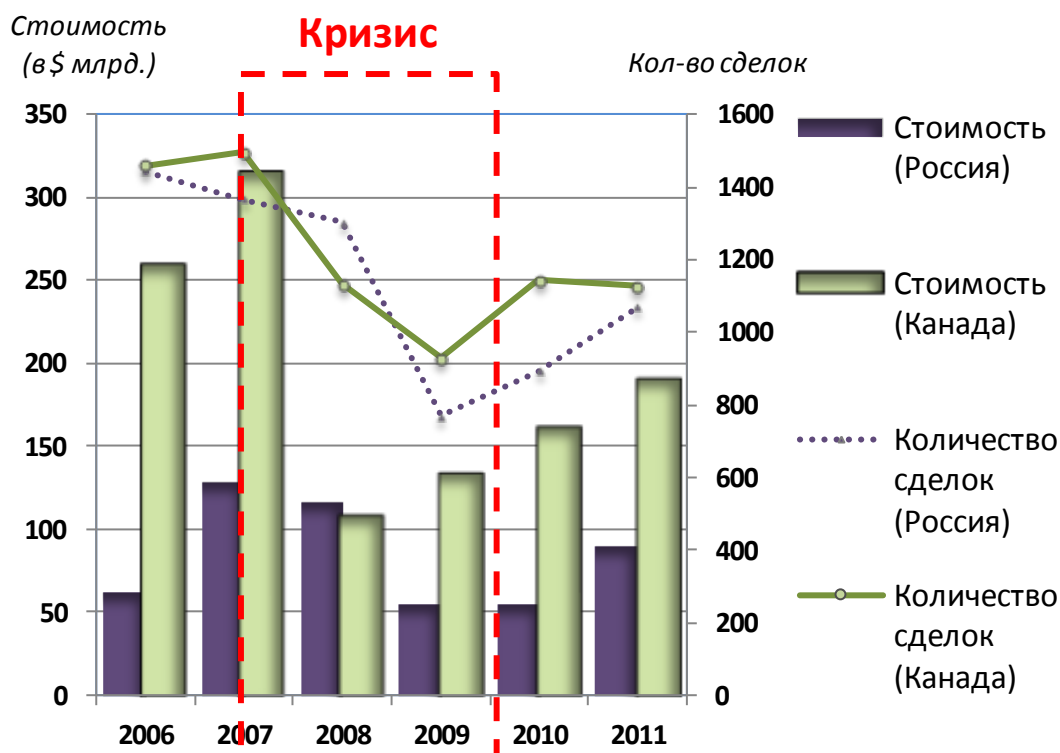
Во-вторых, в условиях глобального кризиса экономика Канады проявила высокую степень устойчивости и впечатляющую стабильность по сравнению с рынками других стран мира, на которые кризис оказал свое разрушительное воздействие.

В-третьих, экономика Канады продемонстрировала устойчивость даже несмотря на то, что эпицентр кризиса находился в США, с которыми Канада тесно связана многолетним сотрудничеством, инвестиционными и торговыми связями, тесной корреляцией валют. Отдельно стоит отметить, что США является активным участником рынка слияний и поглощений Канады, традиционно оставаясь основным покупателем канадских активов.

В-четвертых, в российской экономической литературе практически отсутствуют работы, предусматривающие комплексное исследование рынка слияний и поглощений Канады и изменений, произошедших на нем в период мирового финансового кризиса.

Анализ рынков слияний и поглощений Канады и России позволил выявить тенденцию к значительному уменьшению их стоимостных и количественных показателей в период мирового экономического кризиса (см. график 2), что было обусловлено сокращением доступа к заемному финансированию.

**График 2. Динамика рынков слияний и поглощений Канады и России
(количество и стоимость объявленных сделок)**



Составлено автором на основе данных информационных ресурсов Mergers.ru (слияния и поглощения в России) и Crosbie (слияния и поглощения в Канаде)

Было также установлено, что российский рынок M&A примерно на год «отставал» от канадского. Обвал рынка слияний и поглощений Канады произошел в конце 2007 года, достиг своего дна в начале 2009 года, а уже во второй половине 2009 года начал восстанавливаться, демонстрируя устойчивый рост. Для российского рынка слияний и поглощений критической стала осень 2008 года, а восстановление шло значительно менее быстрыми темпами. Стоит также отметить, что если стоимостной объем российского рынка M&A сократился за время кризиса на 56%, что составило \$72,4 млрд¹¹, то канадский, потеряв около 65%, в абсолютном выражении просел на \$205 млрд¹².

¹¹ www.mergers.ru – слияния и поглощения в России

¹² Источником всех статистических данных о канадском рынке слияний и поглощений являются публикации канадского инвестиционного банка Crosbie, который на протяжении

В Канаде и России традиционными лидерами по темпам роста инвестиций и объему заключаемых сделок по слиянию и поглощению выступают предприятия нефтегазовой отрасли и металлургии, что обусловлено большими запасами полезных ископаемых в обеих странах. 2008 год ознаменовался для нефтегазового сектора обеих экономик спадом M&A-активности, а 2009, напротив, лидерством этого сектора в стоимостном объеме слияний и поглощений. В России в период кризиса также активно шла консолидация предприятий металлургии, энергетики, телекоммуникаций и банков, а в Канаде – промышленных предприятий и компаний, занимающихся недвижимостью.

Несмотря на близость страны к источнику кризиса – США, канадский рынок слияний и поглощений проявил очень высокую степень устойчивости финансовой системы в условиях мирового экономического кризиса. Было установлено, что такая устойчивость была связана, во-первых, с жестким государственным регулированием и высокими требованиями к объемам собственных капиталов банков, во-вторых, с высокой концентрацией банковской системы и, в-третьих, с низким уровнем зависимости экономики от субстандартных ипотечных кредитов. В России многие банки выступали, в первую очередь, в роли продавцов и реализовывали свои активы с целью спасения.

По-разному проявило себя и государство на рынке слияний и поглощений в период кризиса. В России государство было занято санацией банков и помощью компаниям, оказавшимся в бедственном положении, в Канаде ключевыми участниками слияний и поглощений стали государственные инвестиционные фонды.

Если говорить о трансграничной активности, то в России преобладают внутренние сделки, а в период кризиса их доля в общем объеме только росла. В Канаде же, напротив, на трансграничные сделки традиционно приходится

значительный процент всего стоимостного объема рынка слияний и поглощений. В период кризиса тенденция сохранялась из-за роста интереса иностранных инвесторов к сырьевым ресурсам Канады и относительно благоприятных экономических условий в стране для их приобретения, с одной стороны, и наличия значительного объема свободных денежных средств у канадских инвесторов для приобретений за рубежом, с другой.

Стоит также отметить, что в период кризиса активными игроками рынка слияний и поглощений Канады были пенсионные фонды. В России же роль фондов прямых инвестиций и пенсионных фондов до сих пор весьма незначительна.

Анализ рынка слияний и поглощений Канады в период посткризисного восстановления дал возможность выделить следующие потенциальные перспективы его развития: перманентный и устойчивый рост; превалирующее количество трансграничных слияний и поглощений; увеличение притока инвестиций в Канаду со стороны азиатских стран, в первую очередь, в нефтегазовую, металлургическую и горнорудную отрасль; рост M&A-активности канадских банков за рубежом; возможное увеличение доли недружественных поглощений.

На основе обобщения многочисленных исследований экономистов и аналитиков и проведенного анализа статистических данных о слияниях и поглощениях было установлено, что тенденции российского рынка M&A сопоставимы с общемировыми трендами за аналогичный период. Была выявлена высокая степень зависимости финансового сектора от мер государственной поддержки, что привело к значительному увеличению доли слияний и поглощений финансовых институтов в общем объеме сделок. Это, в свою очередь, объясняет и высокий процент приобретений активов государством. Сокращение трансграничной активности в кризисный период также соотносится с общемировой тенденцией к концентрации внимания на внутренних рынках.

В диссертации сформулированы факторы, которые могут привести к значительной активизации рынка слияний и поглощений России в ближайшие годы. Во-первых, это представленный Правительством план расширенной приватизации на 2011-2017 гг., в ходе которой планируется передать в частные руки целый ряд активов компаний всех отраслей. Очевидно, что это вызовет резкий рост слияний и поглощений, причем среди покупателей могут оказаться и российские, и зарубежные инвесторы. Во-вторых, вступление России в ВТО должно привести к росту конкуренции на рынках, что, в свою очередь, скорее всего, вызовет всплеск M&A-активности.

Публикации по теме диссертационного исследования

В изданиях, рекомендованных ВАК:

1. Мировой финансовый кризис: государство и рынок слияний и поглощений банков [Текст] / Е.Н. Григорьева, Н.Р. Рогожина // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова, 2011, №5 (77), с. 177-186 – 0,5 п.л. (из них авторских - 0,25 п.л.)

2. Рынок слияний и поглощений Канады: тенденции посткризисного восстановления [Текст] / Е.Н. Григорьева // США – Канада: экономика, политика, культура, 2012, №3, с. 51-68 – 1,1 п.л.

В прочих изданиях:

3. Рынок слияний и поглощений компаний: кризисные тенденции [Электронный ресурс] / Е.Н. Григорьева // Материалы Международного молодежного научного форума «ЛОМОНОСОВ-2010» / Отв. ред. И.А. Алешковский, П.Н. Костылев, А.И. Андреев, А.В. Андриянов. — М.: МАКС Пресс, 2010. 1 электрон. опт. диск (CD-ROM); 12 см. Секция «Экономика», с.18-19

http://www.lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2010/29-7.pdf - 0,05 п.л.

4. Мотивы для слияний и поглощений компаний: влияние мирового финансово-экономического кризиса [Текст] / Е.Н. Григорьева // Молодая наука

XXI века – за мир без проблем: Материалы Всероссийской научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов. Сборник статей. Ч. 2. – Пятигорск: НОУ ВПО «ИнЭУ», 2011, с. 94-97 – 0,25 п.л.

5. Тенденции канадского рынка слияний и поглощений в период мирового экономического кризиса [Текст] / Е.Н. Григорьева // Актуальные вопросы экономических наук: сборник материалов XXIII Международной научно-практической конференции / Под общ. ред. Ж.А. Мингалевой, С.С. Чернова. – Новосибирск: НГТУ, 2011, с. 7-11 – 0,3 п.л.

6. Восстановление рынка слияний и поглощений Канады после мирового экономического кризиса [Текст] / Е.Н. Григорьева // Теоретические и практические аспекты развития современной науки: материалы II международной научно-практической конференции, г. Москва, 30-31 декабря 2011 г. – Москва: Спецкнига, 2011, с. 165-170 – 0,3 п.л.

7. Российский рынок слияний и поглощений компаний: тенденции кризисного периода [Текст] / Е.Н. Григорьева // Инновационное развитие экономики России: институциональная среда: Четвертая международная научная конференция; Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, Экономический факультет; 20-22 апреля 2011 г. Сборник статей: Т. 4 / Под ред. В.П. Колесова, Л.А. Тутова. – Москва: МАКС Пресс, 2011, с. 511-521 – 0,5 п.л.

8. Основные направления воздействия государства на рынок слияний и поглощений компаний [Текст] / Е.Н. Григорьева // Третьи найденовские чтения (часть II): сборник. – Москва: Издательский комплекс МГУПП, 2011, с. 193-197 – 0,26 п.л.

9. Специфические черты российского рынка слияний и поглощений предкризисного периода [Текст] / Е.Н. Григорьева // Наука и современность - 2012: сборник материалов XVI Международной научно-практической конференции / Под общ. ред. Ж.А. Мингалевой, С.С. Чернова. – Новосибирск, НГТУ, 2012, с. 115-119 – 0,3 п.л.