

ний досвід, реорганізація підприємств нерідко відбувається з метою завоювання більш надійних монопольних позицій перспективної корпорації. В Україні ці процеси поки що не стабілізувалися, де нерідко тенденції роздрібнення, розукрупнення підприємств превалюють над інтеграційними. Тому важливим аспектом подальших наукових досліджень є визначення ролі і впливу трансакційних витрат на трансформаційні процеси підприємств і формування корпоративних структур в цілому.

### Література

1. Булеев И. П., Богачев С. В., Мельникова М.В. Промышленные корпорации: особенности развития и принятия решений. Монография/ НАН Укрины. Ин-т экон. пр-ти. – Донецк, ИСН НАН Украины, 2003 – 116с.
2. Вехи экономической мысли. Теория фирмы. Т.2. Под ред. В.М. Гальперина. –СПб. : Экономическая школа. 2000. – 534 с.
3. Розанова Н. Эволюция взглядов на природу фирмы в западной экономической науке// Вопросы экономики – 2002 – №1. – С.50-67.
4. Смит Адам. Исследование о природе и причинах богатства народов. – Кн. 1: О причинах увеличения производительности труда и о порядке, в соответствии с которым продукт труда естественным образом распределяется между различными классами народа. – М.: Ось– 89.1997. – 256с.
5. Маршалл Альфред. Принципы экономической науки.-К.: АДС “УКМцентр”, 2001. – 216с.
6. Робинсон Дж. Экономическая теория не совершенной конкуренции, (пер. с англ.) – М.: Прогресс, 1986. – 257с.
7. Хикс Д. Теория экономической истории: Пер. с англ. Под общ. Ред. Р.М.Нуреева.- М.:НП Журн. “Вопросы экономики”, 2003. – 223с.
8. Шумпетер Йозеф А. Капитализм, социализм і демократія. (пер. з англ.) – К.: Основи, 1995. – 528с.
9. Нуреев Р. Институционализм: прошлое, настоящее, будущее // Вопросы экономики. – 1999. – №1. – С. 125-131.
10. Радыгин А. Слияние и поглощение в корпоративном секторе (основные подходы и задачи регулирования) // Вопросы экономики. – 2002. – №12, С.85-108
11. Пилюшенко В.Л., Бондаренко И. В. Маркетинговый механизм корпоративного управления процессом реструктуризации// Менеджер. – 2001. – №4.С.59-66.
12. Статистичний щорічник України за 2004 рік/ Держкомстат України.-Київ: Консультант. – 2005. – 590с.
13. Основні економічні показники діяльності підприємств суб’єктів підприємницької діяльності за 2003 рік. /Ст. бюлетень. Держкомстат України – Київ, 2004. – 169с.
14. Діяльність підприємств-суб’єктів підприємницької діяльності. /Ст. збірник. Держкомстат України – Київ, 2004. – 207с.

Статья поступила в редакцию 16.12.2005

**В.В. ЕРЕМЕЕВА,**

*Дальневосточный государственный университет путей сообщения*

### КОМПЛЕКСНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ РЕЗУЛЬТАТОВ СЛИЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ КОРПОРАТИВНОГО ТИПА

Слияния компаний играют значительную роль в мировой экономике в последние годы. Так, доля объема слияний в ВВП развитых стран в 2004 г. варьировалась на уровне 6-13 %. Ведущие мировые концерны в последние годы сохраняют интерес к слияниям как к одному из самых надежных способов увеличить прибыль и

решить ряд других стратегических задач: Chevron – Unocal (нефтяная отрасль), Whirlpool – Maytag (производство бытовой техники), Procter & Gamble – Gillette (производство потребительских товаров), Cisco Systems – Nokia (производство телекоммуникационного оборудования), Microsoft –

© В.В. Еремеева, 2006

FrontBridge Technologies и Groove Networks, (программное обеспечение), Cingular Wireless – AT&T Wireless (связь), Yahoo! – Alibaba.com (интернет услуги). В то же время отмечается рост объема слияний в Российской Федерации (РФ). По сравнению с 1999 г. общая стоимость слияний в РФ в 2004 г. увеличилась более чем в 20 раз, а рост объема слияний в ВВП произошел с 0,7 % в 1999 г. до 4,9 % в 2004 г., достигнув уровня развитых стран.

Анализ процессов формирования корпоративных образований в РФ показал, что в современных условиях проблема эффективного развития промышленного сектора становится одной из наиболее острых, так как оно в целом еще значительно отстает от мирового уровня развития. Решением данной проблемы может стать проведение слияний российскими компаниями, что позволит им повысить свою конкурентоспособность и противостоять экспансии на российский рынок более мощных западных конкурентов.

Однако результаты эмпирических исследований эффективности корпоративных слияний неоднозначны. В связи с этим возникает необходимость проведения исследований с целью выявления адекватных критериев оценки эффективности и результатов слияния предприятий корпоративного типа, что и является целью данной статьи.

С момента возникновения первых теорий, объясняющих движущие мотивы слияний, различными экономистами проводились эмпирические исследования с целью доказать или опровергнуть те или иные теоретические концепции. В данной работе было обобщено и проанализировано двадцать два исследования, которые были опубликованы в период с 1977 по 2002 г. и охватывают интеграционные процессы, имевшие место в США и других странах с 1958 г.

Большая часть исследований свидетельствует об увеличении благосостояния акционеров компании-цели. В основе этого увеличения лежит тенденция роста рыночной стоимости акций приобретаемой компании в результате появления официаль-

ной информации или слухов о потенциальном слиянии. Так, Э. Беркович и М. Нарайанан (1993 г.) на основе анализа 330 тендеров определили, что в 95,8 % сделках компании-цели имеют положительную доходность [4]. Обычно увеличение стоимости начинает проявляться до объявления о поглощении, примерно за месяц до его опубликования [2]. Так, П. Додд и Р. Рубэк (1977 г.) отмечают рост котировок компании-цели в течение месяца в среднем на 21 %. Дженсен, также в соавторстве с Р. Рубэком, (1983 г.) говорит о благотворном влиянии слияния на благосостояние акционеров компании-цели [4]. Д. Аскуит (1988 г.), на основе информации НАСДАК, делает вывод об увеличении доходности компании цели на 19 % за 10 дней до сделки и на 10,7 % за день до нее [3]. Исследование, проведенное журналом "Business Week" совместно с М. Сироувэром (2002 г.) свидетельствует о том, что благосостояние акционеров компании-цели в среднем увеличивается на 19,3 % за неделю до сделки и спустя одну неделю после нее [5].

Кроме этого, в основе роста акций компании-цели лежит более высокая цена, уплачиваемая поглощающей компанией за акции приобретаемой, причем средний размер премии около 30 %, тогда как максимальный размер премии достигает 80 % [2]. Дж. Джаррел, Дж. Брикли и Дж. Неттер (1988 г.) проанализировав 663 успешных тендеров, приводят следующую информацию о средней премии, полученной компанией-целью за сделку: 19 % в 60-х гг., 35 % в 70-х гг. и 30 % в первой пол. 80-х гг. [3]. Иногда поглощающая компания предлагает такой размер премии, который превышает разумный уровень, оправданный наличием синергетических эффектов и/или повышения эффективности управления. Ситуация, в частности, может подогреваться инвестиционными банками, сумма комиссионных которых тем больше, чем выше цена сделки [2].

Помимо этого, некоторые исследователи (К. Палепу, Р. Морк, Э. Шлифер, Р. Вишни), проанализировав рентабельность поглощенных компаний, пришли к

выводу, что среди корпораций-целей чаще всего присутствуют убыточные или недостаточно прибыльные, поэтому они получают некоторые выгоды в связи повышением эффективности хозяйственных операций [3].

Для приобретающей компании влияние потенциального поглощения на рыночную стоимость акций менее очевидно. Э. Беркович и М. Нарайанан (1993 г.) говорят о том, что только в 49,4 % сделок приобретающая компания имеет положительную доходность своих акций [4]. Результаты исследования В. Ю., Р. Кэйвса, М. Смита и Дж. Генри (1986 г.) свидетельствуют, что только 47 % слияний оказало благотворное влияние на приобретающую компанию [3]. Эти данные подтверждаются результатами исследования журнала "Business Week", проведенным в 2002 г.: только в 39 % сделок слияния оказали позитивное влияние на благосостояние компании-покупателя [5]. Компанией-покупателем выплачивается премия за акции приобретаемой компании, в основе которой лежит ожидаемый синергетический эффект и/или повышение эффективности управления ресурсами компании в результате слияния. Результаты эмпирических исследований об адекватности уплачиваемой премии потенциальному эффекту синергии неоднозначны.

Выводы некоторых исследователей свидетельствуют о том, что акционеры поглощающих фирм получают определенную выгоду благодаря небольшому увеличению цены их акций. Так, П. Додд и Р. Рубэк (1977 г.) говорят о повышении в краткосрочной перспективе не только цен на акции компании-цели, но и компании-покупателя. Пауль Малатеста (1983 г.) также отмечает, что в краткосрочной перспективе слияние оказывает положительный эффект на благосостояние акционеров компании-покупателя. Средний совокупный доход акционеров в расчете на одну компанию-покупателя составил 20 млн дол. США в течение 5 следующих месяцев после сделки. М. Бредли, Э. Десаи и Э. Ким (1988 г.) отмечают, что в среднем стоимость новой компании в результате

слияния увеличивается на 7,4 % [4]. У. Майклсон и Р. Рубэк (1985 г.), а также Э. Шлифер и Л. Саммерс (1988 г.) считают, что компания-покупатель получает определенные выгоды за счет более эффективного перераспределения ресурсов, в частности за счет перепродажи части активов, ранее принадлежавших компании-цели или за счет сокращения излишней рабочей силы в новой компании [3].

Другие исследователи не выделяют ярко выраженного влияния поглощения на благосостояние акционеров поглощающей компании. Экспен Экбо (1983 г.) отмечает, что в среднем стоимость компании-покупателя в результате горизонтального слияния увеличивается на 1,78-2,45 %. М. Дженсен и Р. Рубэк (1983 г.) на основе анализа более семидесяти различных исследований рынка слияний и поглощений приходят к выводу, что в среднем дополнительный доход, получаемый компаниями-покупателями, составлял 4 % [4]. В. Ю., Р. Кэйвс, М. Смит, Дж. Генри (1986 г.) отмечают у 47 % компаний-покупателей с положительной доходностью небольшой рост доходов до 5 % в краткосрочной перспективе. С. Джилберто и Н. Варайа (1989 г.) отмечают незначительные выгоды для компании-покупателя [3]. В исследовании журнала "Business Week" говорится, что, несмотря на существование удачных сделок, небольшой доход этой незначительной группы компаний не перекрывает убытки в остальных случаях: так средняя доходность компаний-покупателей была на 4,3 % ниже доходности компаний-аналогов и на 9,2 % меньше фондового индекса S&P500 [5]. Некоторые исследователи отмечают также незначительное увеличение рентабельности компании-покупателя в результате слияния: П. Хили, К. Палепу и Р. Рубэк (1992 г.) отмечают, что в последующий период норма прибыли (до вычета налогов) у компаний-покупателей возросла в среднем на 2,4 % пункта, чем до слияния. Р. де Янг также (1997 г.) отмечает, что компании-покупатели характеризовались высокой рентабельностью и после слияния эффективность их операций в большинстве случаев повышалась [3].

Еще одна группа исследователей считает, что при прочих равных условиях акционеры поглощающей компании терпят убытки в результате слияния. В год, следующий за годом поглощения, этот убыток проявляется особенно ярко [2]. Пауль Малатеста (1983 г.), хотя и отмечает рост цен на акции компании-покупателя в краткосрочной перспективе (5 мес.), также говорит, что они несут убытки в момент заключения сделки (9,42 млн дол. США) и по прошествии длительного времени (117 млн ам. дол. после 5 лет) [4]. В. Ю. Р. Кэйвс, М. Смит, Дж. Генри (1986 г.) отмечают в краткосрочной перспективе убытки у 52 % компаний-покупателей. С. Джилберто и Н. Варайа (1989 г.) отмечают также снижение рыночной стоимости компании-покупателя после осуществления слияния в краткосрочной перспективе [3]. В журнале "Business Week" резюмируется, что в 61 % сделках слияние негативно сказалось на благосостоянии акционеров компании-покупателя. В среднем цена акций снизилась 25 % в течение 1 года. 50 % компаний-покупателей не смогли достигнуть прежних показателей в течение 1 года. Доходность акций 80 % компаний-покупателей была отрицательной и через 2 года. 66 % компаний не смогли улучшить свои показатели спустя 2 года [5]. Д. Рэвенскрафт, Ф. Ширер (1987 г.) отмечают, что более половины компаний-покупателей впоследствии продали приобретенные компании. В остальных случаях произошло снижение рентабельности приобретенных компаний до уровня ниже отраслевого (ранее норма прибыли была больше в 2 раза). Компаниям потребовалось в среднем 9 лет, чтобы достичь среднеотраслевых показателей [3].

Сьюзан Тримбат было проанализировано 276 слившихся в период 1981-1995 гг. фирм из 500 приведенных в журнале Fortune [1, 6]. Их этих 276 фирм автору удалось проанализировать данные 164 фирм после слияния. Оказалось, что 112 компаний повысили эффективность, 4 не изменили показателей своей деятельности, а в 48 компаниях эффективность функционирования упала. В качестве критерия эф-

фективности был использован темп изменения показателя себестоимость/выручка, который рассчитывался как отношение расходов (стоимость проданных товаров, общие, продажные и управленческие расходы) к доходам от продаж. Изменение эффективности измеряется в процентах изменения значения эффективности за год до слияния фирм к значению эффективности через год после слияния. Годовая экономия измеряется как величина абсолютного изменения в отношении расходов к доходам от продаж, умноженная на значение доходов от продаж в первый год после слияния фирм. Оказалось, что в среднем эффективность повысилась на 5 %, а годовая экономия составила в среднем 250 млн дол. США для каждой фирмы. При этом экономия достигалась не за счет сокращения кадров, а за счет рекламы и распределения, что подтверждает синергетическую теорию.

Рассмотренные выше исследования обеспечили достаточно большой объем информации, однако различия в выборках, анализируемых периодах и методах исследования делают их результаты трудно сопоставимыми, так как различные исследователи включали в выборку как разное количество компаний, осуществивших слияния, так и разные типы слияний. Кроме этого учеными используются различные критерии для анализа эффективности корпоративных слияний. Так, в восьми исследованиях в качестве критерия используется цена на акции – как компании-покупателя, как компании-цели, так и объединенной компании. Считается, что рыночные цены отражают степень доверия инвесторов (акционеров) к той или иной компании, а значит, могут быть приняты в качестве критерия оценки слияния. Кроме того, в иностранной литературе по корпоративным финансам основной целью деятельности компании считается максимизация благосостояния акционеров, что выражается в доходности их акций. В четырех случаях в качестве критерия используется рентабельность компании-покупателя и компании-цели в сравнении со среднеотраслевыми показателями. В остальных же ис-



следованиях авторы используют следующие, иногда трудно поддающиеся количественной оценке, показатели: выгоды компании-покупателя; характер поглощения; премия, полученная компанией-целью; коэффициент Тобина; коэффициент себестоимость/выручка; финансовые результаты компании-цели и другие.

Таким образом, результаты эмпирических исследований неоднозначны. Кроме этого, авторами рассмотренных выше исследований используется, как правило, один критерий оценки эффективности корпоративных слияний (например, цена акций компаний), что не дает комплексного представления о масштабе произошедших в компании изменениях в результате слияния. В связи с этим автору представляется актуальной проблема разработки методики оценки эффективности и результатов слияния предприятий корпоративного типа.

Методика комплексной оценки эффективности и результатов слияния компаний включает: 1) цели и задачи анализа; 2) потребителей результатов анализа; 3) систему показателей, с помощью которых будет оцениваться эффективность и результаты слияния; 4) источники данных; 5) интерпретацию результатов исследования; 6) выработку методических рекомендаций по оптимальному осуществлению процедур слияния компаний (см. рис.1).

Основной целью анализа результатов слияния корпораций является оценка успешности проведения сделки. В общем виде успех сделки определяется степенью выполнения (достижения) всех поставленных при планировании слияния задач. Таким образом, задачи анализа эффективности слияния корпораций, главным образом, будут определяться основными мотивами сделки.

По мнению автора, к потребителям результатов анализа слияния компаний можно отнести следующие группы лиц и организаций: акционеры, менеджмент, финансовые консультанты, ученые, потенциальные инвесторы и кредиторы. В зависимости от группы потребителей, можно выделить следующие цели проведения ком-

плексного анализа эффективности слияния компаний: определение эффективности вложения капитала в акции объединенной компании, оценка работы менеджеров компании, выявление факторов, способствующих повышению эффективности интеграционных мероприятий или негативно влияющих на слияние, развитие теории и практики слияния компаний.

Анализ эмпирических исследований, целью которых является оценка эффективности слияний, определил выбор автором критериев оценки эффективности слияния промышленных компаний корпоративного типа. Несмотря на отсутствие единого критерия для оценки результативности слияния компаний, можно выделить два основных подхода, используемых различными авторами, которые легли в основу методики анализа результатов и эффективности слияния предприятий корпоративного типа: рыночный (стоимостной) и бухгалтерский. Причем автор предполагает их использование не на взаимоисключающей основе, как в проанализированных автором исследованиях, а на взаимодополняющей основе. Помимо рыночного и бухгалтерского подходов, в методике комплексной оценки эффективности и результатов слияния промышленных предприятий корпоративного типа используются подходы: синергетический; на основе получения экспертной оценки успешности слияния и подход на основе выявления некватифицируемых результатов от слияния.

Источниками информации при проведении анализа могут являться: базы данных биржевых и внебиржевых торговых систем; система раскрытия информации о финансовом рынке (<http://www.skrin.ru>; <http://www.disclosure.ru>; и др.); данные бухгалтерской отчетности компаний (форма № 1, форма № 2) и управленческого учета; результаты анкетирования менеджмента компании и др.

Интерпретация результатов ретроспективного анализа эффективности слияния промышленных компаний будет зависеть от подхода и базы, выбранной для сравнения. В частности, в качестве базы

для сравнения могут выступать прогнозные (планируемые) данные, полученные при подготовке слияния; данные объединяемых компаний в прошлом – то есть до проведения слияния. Разумеется, дополнительно могут быть взяты за базу сравнения

соответствующие показатели компаний-аналогов, осуществивших слияние и среднеотраслевые показатели для оценки эффекта, который был вызван слиянием.



**Рисунок 1. Методика комплексной оценки эффективности и результатов слияния предприятий корпоративного типа**

Результатом анализа эффективности слияния промышленных компаний должна стать разработка методических рекомендаций с целью повышения процедур слияния компаний в будущем. Несмотря на то, что не существует универсального механизма проведения слияния, анализ теории и практики зарубежного и отечественного опыта позволят сформулировать следующие ре-

комендации: интеграция стратегии слияния в общую корпоративную стратегию компании; разработка системы противозахватных мероприятий в рамках общей стратегии компании; максимальный учет интересов всех участников сделки; учет рисков реализуемости поставленных задач; своевременное создание внутренней команды слияния; создание специального от-

дела слияний; создание "плацдарма"; адекватное выполнение процедуры дью дилидженс; оптимальный размер премии поглощения; своевременное информирование персонала; наличие четкого плана по интеграции и др.

Таким образом, предложенная автором методика комплексной оценки эффективности и результатов слияния промышленных предприятий корпоративного типа может использоваться для выявления факторов, оказывающих влияние на процесс проведения слияния с целью повышения эффективности слияния компаний в будущем на основе разработанных в результате анализа методических рекомендаций.

### Литература

1. Алескеров Ф. Т. Слияние фирм: анализ трех ключевых проблем // Финансовый бизнес. – 2002. – № 6. – С. 3-7.
2. Ван Хорн Дж. К. Основы управления

финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.

3. Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе.// Научные труды № 43Р. – М.: Институт экономики переходного периода, 2002. – 177 с. Адрес документа: <http://www.iет.ru>.

4. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.: ил.

5. Henry D. Mergers: why most big deals don't pay off // Business Week. – 2002. – October 14.

6. Trimbath, Susanne Mergers and efficiency: changes across time / The Milken Institute Series on Financial Innovation and Economic Growth. – Vol. 3. – July 2002. – P. 312.

Статья поступила в редакцию 12.01.2006