

Конгломератные слияния и поглощения: «плюсы» и «минусы» зарубежных и российских конгломератов

Д. А. Волохов

Введение

В последние годы большинство российских холдингов, образовавшихся в начале 90-х гг., выставляют на продажу большую часть своих непрофильных активов. Что это — новая стратегия российского бизнеса или неизбежный этап, проходимый в любой развивающейся стране мира? Почему возник такой ажиотаж вокруг дочерних предприятий конгломератов именно сегодня?

В ходе написания работы, удалось узнать, что слияния/поглощения не являются новым вопросом для западных компаний и, особенно, для корпораций Соединенных Штатов, где ряд известных деятелей науки, таких как: Шиппер и Абби, Хайт и Оуэрс, Кляйн, Майерс и Лэмгрубер, Каплан и Вайсбах и многие другие — уже в 60–80-х гг. задумались над тем, что заставляет компании принимать участие в ряде процессов по слиянию/поглощению, а впоследствии, может быть, и по диверсификации бизнеса? Почему, когда все говорили о нерациональности и даже убыточности непрофильных активов, американские компании все равно заключали «невыгодные» сделки?

В основном, речь будет идти о зарубежном опыте, потому что для развитых стран конгломератные слияния и диверсификация — это уже пройденный этап, с рядом весомых, порой противоречивых друг другу, исследований. А для нашей страны, с крупным топливно-энергетическим сектором в экономике, с многочисленными холдингами, наибольший интерес представляет, актуальность уже полученных результатов, поправки и корректировки, необходимые для использования тех или иных методик, успешно работающих на западе, США и Японии. Также я постараюсь продемонстрировать влияние несовершенства рынка, национальных особенностей страны и субъективных мотивов менеджмента на стоимость акций конгломератов на разных этапах проведения сделок. В основу рабо-

ты была положен анализ матрицы BCG, которая наглядно демонстрирует основные причины диверсификации, а также доказательство того, что, руководствуясь политикой максимизации прибыли, компания в некоторых случаях выбирает именно диверсификацию, а не ликвидацию или углубленную специализацию.

Для написания этой работы были изучены некоторые эмпирические исследования, проведенные в России и за рубежом, а также труды российских и зарубежных специалистов в области финансов, менеджмента, корпоративного управления финансами предприятия. Для того, чтобы продемонстрировать эффективность конгломератов (в некоторых случаях), были применены основы математической статистики и экономики. За неимением доступа к реальным отчетным данным российских компаний, из-за отсутствия открытых мониторинговых исследований, проведенных российскими аналитиками, а также из-за асимметрии информации сложно говорить о непоколебимой истинности полученных выводов (по крайней мере по российскому рынку слияний/поглощений). Но они вполне пригодны для описания сложившейся на данный момент картины и построения первых прогнозов на ближайшее будущее. Такого рода прогнозы позволяют задуматься над методами управления бизнеса и способами повышения стоимости конгломератов.

Слияния и поглощения

Для начала следует дать основные определения слияния и поглощения компаний.

Поглощение — это тендерное предложение, которое выдвигает менеджмент одной компании на контрольный пакет обычных голосующих акций другой корпорации.

Часто различают процесс поглощения в зависимости от настроев компании-покупателя на два типа: дружественное и враждебное поглощение.

Дружественное поглощение — это тендерное предложение, которое делает менеджмент корпорации-покупателя менеджменту корпорации-цели на контрольный пакет обыкновенных голосующих акций.

Враждебное поглощение — это тендерное предложение, которое выдвигает на открытом фондовом рынке менеджмент корпорации-покупателя на контрольный пакет акций корпорации-цели.

Как видно из приведенных выше определений, дружественное поглощение больше похоже на согласованное, заранее обдуманное предложение по объединению компаний. Именно поэтому очень часто используют термин **слияние**, подразумевая дружественное поглощение.

В зависимости от особенности сделки по слиянию/поглощению, выделяют три типа:

- I. Горизонтальные.
- II. Вертикальные.
- III. Конгломератные.

Горизонтальные и вертикальные слияния и поглощения

Компании прибегают к горизонтальным типам слияний/поглощений в случае, если они заинтересованы в расширении и увеличении масштаба производства за счет поглощения компаний, принадлежащих той же самой отрасли, что и компания-покупатель.

Второй вид поглощений характерен для корпораций, стремящихся частично или полностью контролировать весь процесс производства, начиная, быть может, с добычи сырья, и заканчивая реализацией готового товара. Например, *известный автомобильный завод АМО «ЗиЛ» до сих пор сохраняет в своем составе производство практически всех деталей и комплектующих, начиная от двигателя и заканчивая шасси и кузовом. Здесь сохранено литейное и инструментальное производство. Можно сказать, что завод делает автомобили, начиная от металлических болванок и листов.*

Основной причиной, почему компании вступают в горизонтальные и вертикальные поглощения, является синергия от процессов, порождаемых поглощением. Очень часто кратко синергетические процессы описывают равенством « $2 + 2 = 5$ », указывая на то, что образованная в процессе поглощения компания начинает использовать возможности до сих пор не доступные этим компаниям по отдельности. Это может быть как оптимизация постоянных издержек производства, сокращение расходов на маркетинг и административное управление внутри компании, так и корреляция размеров компании с размерами средств, которые она привлекает для финансирования своих проектов; или использование лабораторий и уже достигнутых ими результатов в своих целях. Так или иначе, менеджмент компаний действует в рамках увеличения прибыли акционеров, причем, чаще всего акционеров обеих компаний, потому что компания-цель зачастую на развитом рынке продается с определенной (далеко не маленькой) премией.

Так же, наблюдения за рынком показывает, что аппарат поглощений и слияний горизонтального типа увеличивает монополистическую мощь компаний, что позволяет им использовать все преимущества монополистов, такие как: ведение жесткой ценовой политики, регулирование объемов выпуска, варьирование качеством товара.

Не так-то просто корпорации начать процесс реструктуризации или автоматизации. Именно поэтому слияние/поглощение, быть может, последний шанс компании провести внедрение новых технологий, оптимизирующих производство и управление, устранить неэффективный, с точки зрения менеджмента компании-покупателя, менеджмент компании-цели. Последнее особенно бывает прибыльно, потому что стоимость отдельных компаний чересчур занижена за счет неэффективного управления. И, если у компании-покупателя, есть конкретные стратегии, это может принести понятные выгоды.

Конгломератные слияния и поглощения

Третий вид поглощений/слияний, конгломератный, порождает компании, совмещающие в себе несколько, несвязанных между собой ни производством, ни производственным процессом компания. Если заглянуть в любой словарь финансиста, то можно найти определение примерно такого содержания:

Конгломератное слияние (англ., *conglomerate merger*) — слияние двух или более компаний, относящихся к не связанным между собой сферам бизнеса (отраслям).

Именно от этого определения мы и будем отталкиваться в дальнейшем, сосредоточив внимание на конгломератном типе слияний и поглощений, а точнее на причинах, мотивирующих образование различного рода конгломератов.

Непрофильные активы

Так что же такое непрофильные активы? По какому принципу компания должна выделять из своего бизнеса профильные и непрофильные направления, может ли профильный актив стать непрофильным и наоборот? На все эти и другие вопросы я попытаюсь ответить в этой и, частично, в следующих, главах.

Мы уже рассмотрели три типа слияний и поглощений и определились с тем, что понимается под конгломератами. Но может возникнуть закономерный вопрос: «Можно ли выделить внутри конгломерата основное направление деятельности, так сказать, профильные активы?» Я считаю, что можно, правда не всегда это сделать просто и однозначно.

Для начала следует дать определение непрофильного актива. В настоящее время нет единого определения, поэтому приведу несколько различных вариантов.

В передаче «Капитал» на канале «РБК» одной из обсуждаемых тем была тема «Непрофильные активы». Гости передачи пытались помочь разобраться в том, где стоит проводить черту между профильными и непрофильными активами компании. На основании этой передачи и еще нескольких статей, мне удалось выделить три, на мой взгляд, «правильных» определения:

Определение № 1

Бизнес-стратегия, выбранная компанией, определяет состав тех активов, которые относятся к ядру бизнеса (*профильных активов*), и тех, которые к нему не относятся (*непрофильных активов*). Выделение непрофильных активов предполагает отделение вторых от первых.

Определение № 2

Если во главе компании в данный момент стоит менеджмент, который является «локомотивом» в том или ином секторе экономики, то именно те активы компании, которые находятся в этой отрасли и являются для нее профильными. Все же остальные могут быть причислены к непрофильным.

Определение № 3

Активы компании, не имеющие отношение к производству основной продукции компании, либо неглубоко вовлеченные в этот технологический процесс, являются для компании непрофильными.

Во всех этих определениях есть свои недостатки. Например, рассмотрим конгломерат Thorn Electrical Industries, основанный в 1928 г. Джюлиусом Торном, который включает в себя:

- музыку (EMI Music);
- бытовую электронику (Ferguson, Kenwood, Home Heating, Major Domestic Appliances);
- осветительные приборы (Thorn EMI Lighting);
- розница (Rumbelows, Fona, HMV Music Stores);
- инженерные работы (Mechanical Engineering, Electrical Components);
- электронику (Thorn Security, Defence Systems, Aerospace&Avionics, Measurment);
- прокат и лицензирование (Appliance Rentals);
- телевизионный бизнес (Thames TV);
- производство фильмов (Film Production etc.);
- телекоммуникации (Thorn Ericsson);
- информационные технологии (INMOS, Software products).

Если брать определения № 2 и № 3, то какое из направлений конгломерата основное не понятно. Но после того как конгломерат провел несколько неудачных попыток по слиянию с компаниями British Aerospace и INMOS, акции компании на фоне роста рынка в целом начали падать в цене. Тогда произошла смена управляющего менеджмента, и во главе конгломерата встал сэръ Грэхем Вилкинс, назначивший нового топ-менеджера компании. Новый менеджер немедленно объявляет о начале процесса реструктуризации компании, основанном на выделении наиболее прибыльного и потенциально растущего бизнеса. На этом примере очень хорошо видно, что определение № 2 подходит под описание непрофильных активов. Но порой возникает вопрос, а может быть это не актив непрофильный, а это менеджер «непрофильный»?

Следует отметить, что выделение непрофильных активов — процесс, во многом зависящий от конкретного случая, поэтому дать какое-то единственное определение непрофильного актива очень сложно.

В работе были рассмотрены конгломераты и холдинги (финансово-промышленные группы), включающие в себя самые разнообразные направления деятельности. Поэтому, под непрофильными активами могут подразумеваться как все активы, так и ни одного актива. Исключение составляют примеры, в которых конгломераты создаются для того, чтобы сменить одно направление деятельности на другое. В этом случае будет отдельно указано, какой именно актив компании можно считать профильным, а какой непрофильным.

После того как мы окончательно разобрались со всеми терминами и определениями можно приступить к рассмотрению причин, толкающих компании на проведение конгломератных слияний и поглощений. При этом наибольший интерес представляют:

- величина дисконта, связанного с наличием непрофильных активов;
- взаимосвязь между непрофильными активами и качеством управления корпорацией;
- возможность стратегия диверсификации быть стратегией, максимизирующей стоимость компании и прибыль акционеров.

Для начала имеет смысл обратиться к зарубежному опыту конгломератов, для которых основная волна слияний пришлось на 20–60-е гг. XX в.

Конгломератные слияния/поглощения — зарубежный опыт

Для начала необходимо рассмотреть различия конгломератных слияний на совершенных и несовершенных рынках.

Совершенные рынки

Известно, что характерными чертами совершенного рынка являются:

1. Присутствие достаточного числа агентов.
2. Государство выпускает сколь угодно большое количество безрисковых государственных облигаций.
3. Отсутствие издержек банкротства.
4. Корпорации эмитируют только два вида ценных бумаг — безрисковые облигации и рискованные акции.
5. Фондовый рынок информационно эффективен, т. е., нет ассиметрии информации. Все участники рынка одинаково осведомлены.
6. Отсутствуют агентские проблемы, т. е. менеджеры преследуют единственную цель: максимизация прибыли акционеров.
7. Налогообложение не берется в рассмотрение.
8. Все потоки денежных средств постоянны.

Рассмотрим попытку слияния на подобном рынке двух компаний, не связанных между собой производственными процессами, и не обладающих синергетическими эффектами. Доходность акционеров соединяющихся компаний будет равняться средневзвешенной доходности индивидуальных сливающихся корпораций.

Введем следующие обозначения:

R — доходность образовавшейся корпорации;

r_1 — доходность операций корпорации-покупателя до проведения сделки;

r_2 — доходность операций корпорации-цели до проведения сделки;

w — относительный размер корпорации-покупателя, выраженный как доля от размеров новой корпорации, возникшей в результате проведения слияния;

$(1 - w)$ — относительный размер корпорации-цели;

Тогда, следуя нашим рассуждениям, можно записать, что:

$$R = wr_1 + (1 - w)r_2$$

То же самое можно записать и для ожидаемой доходности от проведения слияния:

$$\bar{R} = w\bar{r}_1 + (1 - w)\bar{r}_2,$$

где черта означает ожидаемые доходности.

Прибегая к теории инвестиционного портфеля, можно заметить что, для бизнесов, не коррелирующих друг с другом, дисперсия доходности об-

разовавшей корпорации ($\sigma^2_{R_s}$) будет меньше суммы индивидуальных дисперсий доходностей, сливающихся корпораций, т. е. будет выполняться:

$$\sigma^2_{R_s} \leq \sigma^2_1 + \sigma^2_2,$$

где

σ^2_1 — дисперсия доходности корпорации-покупателя до проведения слияния;

σ^2_2 — дисперсия доходности корпорации-цели до проведения слияния.

Получается, что возникшая корпорация обладает той же самой доходностью, но значительно понизила свои риски (!).

Для того, чтобы слияния приносили выгоду акционерам компаний, их акции должны продаваться на рынке с премией, что означало бы завышенные цены акций компаний до слияния. В последствии это повысило бы стоимость образовавшейся компании по сравнению с суммарной ценой акций компаний до слияния.

Но совершенный рынок хорош тем, что любой акционер может свободно выбирать состав своего портфеля и для этого его компании А не обязательно сливаться с компанией В, чтобы уменьшить свои риски. Для этого ему достаточно составить свой портфель из w акций корпорации А и из $(1 - w)$ акций корпорации В.

Таким образом, видно, что конгломератные поглощения/слияния на совершенном рынке не играют стабилизирующей роли и не приносят дополнительной прибыли акционерам.

Несовершенные рынки

В реальной жизни чаще имеют место несовершенные рынки. В частности, очень редко выполняется предположение об отсутствии асимметрии в доступе к информации. На практике инвесторы лишены возможности включить в свой портфель ценные бумаги, которые они хотели бы в нем видеть. Вызвано это тем, что операции купли-продажи по определенным акциям сопряжены с большими транзакционными издержками либо четко регулируются акционерами, которые не хотят пускать в свой бизнес других игроков. Кроме того, инвестор может не иметь достаточной информации для проведения подробного анализа перспективности вложения инвестиций, или же доступ к информации ограничен и связан со значительными издержками. Некоторые ценные бумаги могут просто не обращаться на фондовых рынках.

В таких случаях, инвестор, имеющий в своем портфеле только два типа ценных бумаг А и В может диверсифицировать его, если компания А

поглотит компанию С. Тогда новый портфель будет содержать уже 3 вида ценных бумаг: А, В и С (точнее В и (А + С)). Таким образом, мы диверсифицировали наш портфель, но лишились возможности вкладывать инвестиции только в компанию А или С.

Это очень сложный вопрос, и сказать приобретает или теряет инвестор в этом случае нелегко. Все зависит от характеристик конкретного конгломератного слияния. Причем, не стоит забывать о возможности отыскания четвертой компании D, которая схожа с А.

BCG-матрица

Практически любая компания начинает свою деятельность как большое, узкоспециализированное предприятие с ограниченным ассортиментом продукции. Постепенно, в ходе развития, такая компания может столкнуться с нехваткой собственных средств и уязвимостью конкурентных позиций на рынке.

Чаще всего подобные компании работают на местном рынке, но их продукция ни по качеству, ни по ассортименту не может конкурировать со своими «старшими» братьями по индустрии. Именно поэтому первые три–четыре года своей жизни усилия подобных компаний направлены на увеличение объемов продаж в своем сегменте рынка и максимальное расширение клиентской базы. Основным источником финансирования является реинвестирование прибыли, а также проведение дополнительных эмиссий долговых и долевых ценных бумаг.

Если компания пройдет этот этап успешно, то рано или поздно она начнет «задыхаться» из-за невозможности расширить рыночную нишу в своем сегменте рынка: объем продаж перестанет расти, компания захватит максимально возможный кусок местного рынка, ее клиентская база стабилизируется, а рост замедляется.

Именно в этот момент менеджмент компании задумывается над тем, что же делать дальше. Скорее всего, будет принято решение о географической экспансии операций компании, т. е. о выходе на новые участки рынка со старой продукцией, затем — на уровень страны, а потом, если повезет, и на международный рынок. Но, скорее всего, еще раньше фирма столкнется с проблемой «потолка» своего дальнейшего роста. И что дальше?

Для стратегического менеджера ответ очевиден: нужно диверсифицироваться, т. е., проникать в новые области, куда корпорация может выгодно вложить свою текущую прибыль.

Успех в решении задач диверсификации зависит, прежде всего, от того, насколько быстро корпорация способна перемещать свои финансовые ресурсы из производственных сегментов, которые уже не обеспечивают

достаточный уровень доходности от операций, в развивающиеся сегменты, которые обладают большим потенциалом роста. Многие специалисты видят преимущество конгломератов в том, что внутри конгломератов менеджмент может более оперативно управлять финансовыми потоками.

Одним из самых популярных методов определения эффективного перераспределения инвестиционных потоков служит модель матричного анализа. Широко используется, так называемая, «Рыночный рост/рыночная доля» [Market growth/Market Share Portfolio], разработанная консалтинговой компанией Boston Consulting Group (BCG).

Основным предположением, лежащим в основе модели BCG, является тезис о том, что в большинстве конкурентных экономик характеристики корпорации по генерированию и дальнейшему использованию потоков денежных средств могут быть полностью формализованы в терминах относительной доли рынка и темпов роста отрасли, которой принадлежит корпорация и ее производственное подразделение. Подобное можно объяснить следующим образом.

Когда корпорация использует новые маркетинговые и ценовые стратегии для того, чтобы добиться быстрого увеличения объемов производства, ей волей-неволей приходится сокращать свои издержки по сравнению с конкурентами. Этот эффект был назван «кривой опыт/обучение».

Закон «кривой опыт/обучение» гласит: «Издержки на единицу продукции при получении добавленной стоимости применительно к стандартному товару, измеренные в постоянных денежных единицах, уменьшаются на фиксированный процент при каждом удвоении объема продукции» (величина этого фиксированного процента зависит от вида бизнеса компании).

Помимо закона «кривой опыта/обучения» BCG обнаружила, что этот эффект может быть усилен путем воздействия на факторы роста прибыли и, следовательно, увеличения стоимости корпорации, которые включают капитал, рабочую силу и т. п.

Основой создания дополнительной стоимости, по мнению BCG, являются:

- повышение производительности труда;
- новые процессы и технологии;
- стандартизация продукции;
- экономия на масштабах деятельности.

Каждый из этих факторов, считает BCG, положительно воздействует на рост объемов производства корпорации и позволяет менеджменту находить дополнительные источники создания стоимости.

В соответствии с точкой зрения BCG накопление корпорацией эффекта агломерации (или, как говорят, накопление «опыта») лучше всего измерять в

показателях относительной доли рынка. Когда большинство конкурентов в отрасли применяют одни и те же маркетинговые и ценовые стратегии (в этом случае часто говорят, что они следуют одной и той же «кривой опыта/обучения»), корпорация, выбившаяся в лидеры, ставшая доминирующим производителем в отрасли, будет иметь наибольший эффект агломерации и значительно снизит издержки по производству единицы продукции.

Если предположить существование какой-то единой, общей для всей отрасли нормы доходности, то доминирующий производитель будет иметь самую высокую норму доходности.

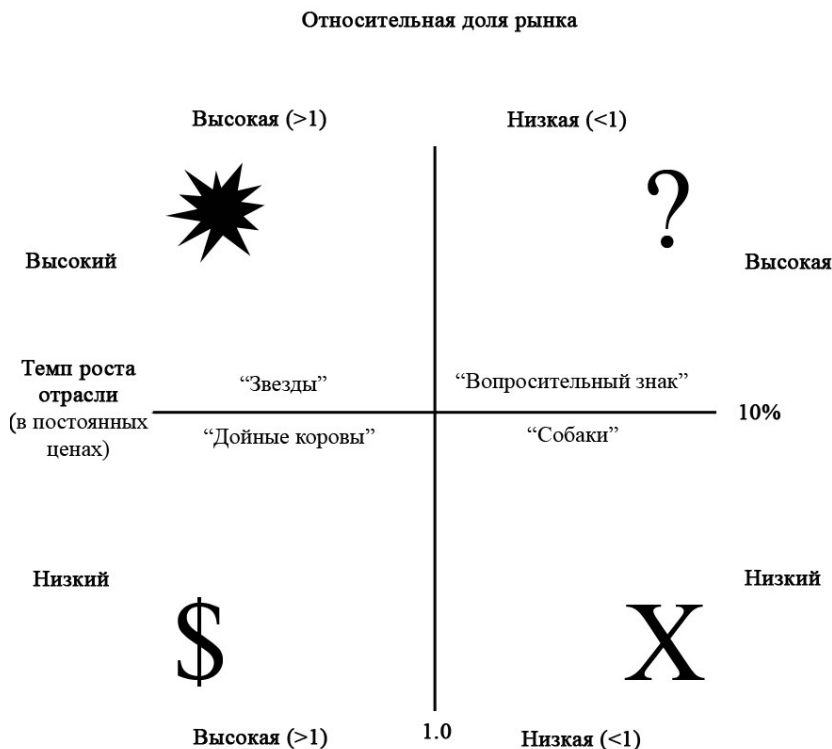


Рис. 1а. Матрица BCG

Норма доходности корпорации характеризуется величиной денежных средств, поступающих от ее операций, и значит, доминирующий производитель, обладая большими объемами производства и большей прибылью на единицу проданной продукции, будет генерировать наибольшие потоки

денежных средств по сравнению со своими конкурентами по отрасли. Из этого можно сделать вывод, что потоки денежных средств, генерируемые корпорацией, являются функцией от качества «кривой опыта/обучения».

В то время как генерирование потоков денежных средств лучше всего описывается относительной долей рынка, использование потоков денежных средств (их инвестирование и реинвестирование) в соответствии с моделью BCG можно рассматривать как функцию темпов роста отрасли.

Для поддержания постоянной доли рынка корпорации необходимы постоянные вливания денежных средств, как в оборотный капитал, так и в основной. Эти вливания становятся еще больше, когда корпорация решает увеличить долю рынка.

Опираясь на все эти предположения, BCG предложила сгруппировать рыночные портфели корпораций, принадлежащих отрасли, в четыре категории — по признаку эффективности генерирования и дальнейшего использования ими потоков денежных средств.

Матрица BCG приведена на рис. 1а. По ее осям фиксируются темпы роста отрасли и относительная доля рынка.

Теперь рассмотрим, как называется и каждый квадрат из матрицы, и что представляют собой корпорации туда попавшие.

«Звезды»

Корпорации с высокой относительной долей рынка, находящиеся в быстро растущих отраслях, были отнесены BCG к «звездам» [stars], поскольку подобные корпорации обещают наибольшие прибыли и обладают хорошими перспективами роста.

Заняв доминирующие позиции на быстрорастущем рынке, корпорация-«звезда» нуждается в значительных инвестициях для расширения производственных возможностей и увеличения оборотного капитала. Одновременно, «звезда» сама генерирует достаточные денежные потоки из-за низкого уровня издержек и накопленного опыта агломерации.

Таким образом, корпорация-«звезда» чаще всего является самостоятельной организационной единицей (в смысле инвестирования и генерирования потоков денежных средств), она активно зарабатывает и эффективно расходует потоки денежных средств.

«Дойные коровы»

«Cash cow» или «дойные коровы» из-за того, что имеют относительно большую долю рынка и находятся в медленно растущих отраслях, занимают особое место в наших рассуждениях.

Подобные корпорации генерируют огромные денежные потоки свободных денежных средств, и было бы нерационально реинвестировать нераспределенную прибыль в затухающую отрасль «дойной коровы». Большинство дойных коров — это «звезды», которые уже «пережили» годы роста отрасли и сейчас находятся на стадии падения.

«Собаки»

Это корпорации, которые имеют незначительную долю рынка, находящегося на стадии своего угасания. У подобных корпораций нет достаточного количества свободных средств, чтобы их вкладывать в новые направления. Реинвестирование прибыли также не является эффективным, так как данная отрасль не обладает перспективами роста. Компании подобного рода — основные претенденты на ликвидацию.

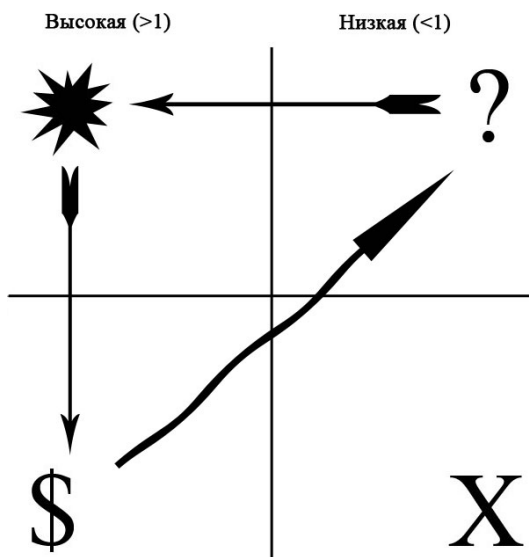


Рис. 16. Цикл в матрице BCG

«Вопросительные знаки»

Правый верхний угол матрицы BCG занимают корпорации «Вопросительные знаки». Для них характерны высокий темп роста отрасли и относительно низкая доля рынка. Они являются наиболее рискованными вариантами для инвестирования, так как высокие темпы роста говорят о перспек-

тивности корпорации. Но никто не гарантирует того, что такая компания сможет отвоевать крупный сегмент рынка. Подобные «знаки» без экстренного инвестирования довольно часто превращаются в «собак».

Цикл в матрице BCG

Рассмотрение матрицы BCG в динамике начинается с корпорации «звезда». Она расположена в быстрорастущей отрасли при значительной доле рынка. Свою нераспределенную прибыль компания инвестирует в собственное развитие, тем самым, увеличивая прибыль. Но так как для любой отрасли характерны периоды роста и периоды спада активности, то с течением времени наша «звезда» вместе со своей отраслью замедляет темпы развития, и превращается в «дойную корову». При этом она имеет достаточно большие свободные денежные средства, но не обладает перспективами роста и развития. Скорее всего, в будущем «корова» превратится в беспомощную «собаку». Единственно возможный вариант продлить свою жизнь — это превратить новоиспеченную «корову» в «знак вопроса», тем самым замкнуть цикл.

Стратегия максимизации прибыль корпорации

Стратегией, максимизирующей прибыль корпорации, в ряде случаев является диверсификация, основанная на неоклассической модели фирмы.

Формально, определим организационную производительность фирмы как специфический непрерывный ресурс фирмы количества T . Возможно, самая лучшая интерпретация T — это время топ-менеджера, чьи способности специфичны для данной фирмы. Пусть t_i — количество ресурса, распределенное на i -й актив. Тогда $\sum_i t_i = T$.

Принимая во внимание то, что фирма преуспевает в каком-то активе, будем считать, что там больше ресурса T . Уровень продуктивности для актива i обозначим как θ_i (из отрезка $[0,1]$). Прибыль (y), произведенную с использованием организационной производительностью в размере t и других ресурсов рынка X (например, производительность рабочих), при рыночной цене w можно рассчитать по формуле:

$$y_i = \theta_i \cdot g(t_i, x_i).$$

Функция g является выпуклой по t и вогнутой по x , а $g_{ix} \geq 0$. Выпуклость по t объясняется тем, что специализация эффективна. Одна из целей модели заключается в том, чтобы показать, как диверсификация может быть использована в качестве стратегии, максимизирующей прибыль.

Формула для прибыли выглядит следующим образом:

$$\pi(t, \theta) = \max[\theta \cdot g(t, x) - w \cdot x],$$

где максимум берется по x , а индекс i мы опустили. Тогда совокупная прибыль есть:

$$\pi_{\text{average}} = \max_{\{i\}} \sum_i \pi(t_i, \theta_i).$$

В условной теории продуктивности принято, что π — возрастающая и выпуклая по t . Это означает, что при постоянном θ , более эффективно размещать ресурс T в одно направление, чем разделять между двумя:

$$\pi(T, \theta) > \pi(t, \theta) + \pi(T - t, \theta).$$

Это означает, что организационную производительность фирмы лучше всего полностью уделять одному статическому направлению организации.

Вследствие того, что не известно, для какого бизнеса организационная производительность фирмы является наилучшей, θ_i считается произвольной для каждого i (с независимой функцией распределения и плотностью F и f , соответственно), и единственный способ конкретизировать θ_i — разместить t в актив i на один период. А именно: фирма инвестирует в бизнес i организационной производительности фирмы в размере t , нанимает x труда, а в конце периода наблюдает, прибыльно ли размещать туда средства. Эта модель представляет собой модель поиска оптимального размещения инвестиций, максимизирующих функцию доходов θg .

В основе данного метода лежит предположение, что θ_i не известно до тех пор, пока фирма не вошла в определенную отрасль. Для простоты будем считать, что:

- фирма должна распределять ресурс T между своими направлениями деятельности в равной степени;
- в любой момент времени фирма может входить только в одну новую отрасль.

Первое предположение ограждает нас от рассмотрения случая, когда фирма, экспериментируя с новым направлением, совсем не уделяет управленческого ресурса старому, таким образом, сводя риски неопределенности диверсификации практически к нулю. Второе предположение говорит о том, что мы ограничиваем количество новых направлений до одного.

Пусть фирма существует бесконечно долго, дисконтируя будущие потоки, как δ и максимизируя прибыль. В начале каждого периода прибыль от соответствующей стратегии — $v(\theta)$, где θ — это характеристика страте-

гии, выбранной на предыдущем периоде. θ можно рассматривать, как наилучшее, имеющееся на данный момент, направление.

В течение каждого периода фирма должна выбирать одно из трех: специализация, диверсификация или ликвидация. Если фирма выбирает специализацию по θ , то же, что и в прошлом периоде, то ее стоимость будет равна:

$$\alpha(\theta) = \pi(T, \theta) + \delta \cdot v(\theta).$$

Видно, что фактор T полностью размещен в существующем бизнесе.

Если же фирма решит одновременно продолжать свой старый род деятельности и экспериментировать в новых направлениях, т. е. диверсифицироваться, то ее стоимость будет равна:

$$\beta(\theta) = \pi(T/2, \bar{\theta}) + \pi(T/2, \theta) + \delta \cdot v(\theta) \cdot F(\theta) + \delta \cdot \int_{\theta}^1 v(\theta') \cdot f(\theta') \cdot d\theta',$$

где $\bar{\theta} = \int \theta' \cdot f(\theta') \cdot d\theta'$.

Первые два члена отражают имеющуюся выгоду от существующего и нового бизнеса, соответственно. Следует отметить, что фирма привлекает x капитала в новый бизнес, основываясь на предполагаемом значении θ , до того, как θ стало известно. Последние два члена — это дисконтированные ожидаемые стоимости на следующий период. Третий член возникает, если новый бизнес не лучше предыдущего. Здесь это происходит с вероятностью $F(\theta)$. Последний член появляется в случае, когда новое направление лучше предыдущего; в данном случае, стоимость завтра — это ожидаемая стоимость v на всем отрезке $[\theta, 1]$. Обычно третий член имеет место, когда фирма покидает новое направление развития в следующем периоде, а четвертый член — когда она покидает прежнее.

И, наконец, ликвидация, которая означает, что мы покидаем θ . Стоимость фирмы в этом случае есть:

$$\gamma = \pi(T, \bar{\theta}) + \delta \cdot \int_0^1 v(\theta') \cdot f(\theta') \cdot d\theta'.$$

Все остальные возможные стратегии не будут выбираться. Поэтому в любой момент времени стоимость фирмы вычисляется по формуле (1):

$$v(\theta) = \max[\alpha(\theta), \beta(\theta), \gamma]. \tag{1}$$

Поведение, максимизирующее прибыль

Формула (1) представляет собой функцию от v . Следующее предложение показывает, как оптимальная стратегия зависит от θ .

Предложение 1: Решение уравнения (1) есть

$$v(\theta) = \begin{cases} \alpha(\theta) & \text{if } \theta \geq \theta_1; \\ \beta(\theta) & \text{if } \theta_1 > \theta \geq \theta_0; \\ \gamma & \text{if } \theta < \theta_0; \end{cases} \quad (2)$$

или

$$v(\theta) = \begin{cases} \alpha(\theta) & \text{если } \theta \geq \theta^*, \\ v(\theta) = \gamma & \text{если } \theta \leq \theta^*. \end{cases} \quad (3)$$

Доказательство:

(i) Стокей и Люкас в 1989 г. показали, что уравнение (1) имеет решение, оно единственно, а v — непрерывная, неубывающая функция.

(ii) Теперь покажем, что α , β и γ имеют вид как на рис. 2.

Во-первых, так как $\pi(t, 0) = 0$ и v — неубывающая функция, то $\alpha(0) < \beta(0)$; $\beta(0) < \gamma$, так как $\pi(T/2, \theta) > \pi(T, \theta)$. Также $\alpha(0) < \beta(0) < \gamma$.

Во-вторых, $\alpha(1) > \beta(1)$, так как $\pi(T, 1) > [\pi(T/2, 1) + \pi(T/2, 1)] > [\pi(T/2, 1) + \pi(T/2, \theta)]$; и $\alpha(1) > \gamma$, так как v — неубывающая функция.

В-третьих, γ — функция, не зависящая от θ , в то время, как α и β есть возрастающие непрерывные по θ функции. В точках существования производных из теоремы о огибающих верно:

$$\begin{aligned} \alpha' &= g[T, x^*(T, \theta)] + \delta v', \\ \beta' &= g[T/2, x^*(T/2, \theta)] + \delta F(\theta)v', \end{aligned}$$

где x^* — оптимальное x . Тот факт, что x^* и g возрастают по T , укрепляется неравенством: $\alpha' > \beta'$.

Объединяя все эти факты и предполагая о том, что графики α , β и γ пересекаются не более чем в одной точке, получаем, что их взаимное расположение похоже либо на рис. 2а, либо рис. 2б.

(iii) Так как мы решаем задачу по максимизации стоимости компании, график γ — кусочной функции — есть жирная верхняя кривая.

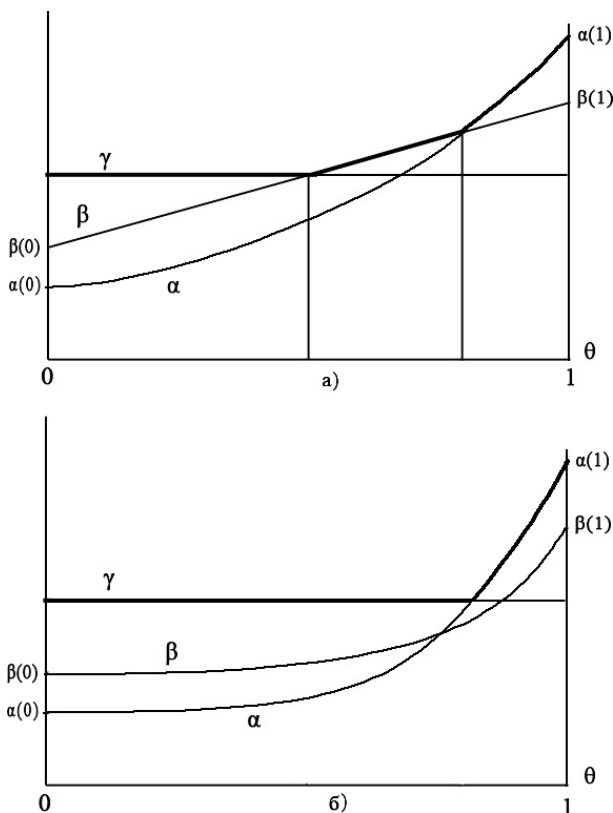


Рис. 2. Решение фирмы, максимизирующей стоимость

Основное различие между рис. 2а и рис. 2б заключается в том, что в первом случае при определенных значениях θ компания выбирает стратегию β .

Обе конфигурации системы (2) и (3), описывающие, соответственно, случаи на рис. 2а и рис. 2б, возможны, все зависит от значения параметра θ и форм функций, описывающих наши стратегии. В случае (3) диверсификация бизнеса не происходит ни при каких значениях θ , в то время как в (2) при больших θ компания придерживается α -стратегии, при маленьких θ она выбирает γ -стратегию, а при средних θ , в ход идет диверсификация.

Проведенный анализ позволил сделать вывод, что возможны ситуации, при которых политика диверсификации является и политикой, максимизирующей стоимость компании.

Практическое применение модели

Данную модель можно применить и на практике. Для этого следует сделать некоторые упрощения:

1. Для того, чтобы фирма была неубыточна, предположим, что

$$\theta \cdot g(t, x) > w \cdot x,$$

причем $g(t, x)$ имеет простейший вид: $g(t, x) = t \cdot x$.

2. Корпорация имеет в наличии ровно x других ресурсов, и при вхождении в новую отрасль делит ресурс T пополам.
3. Функция плотности распределения θ по отраслям носит характер равномерной, дискретной функции, а θ принимает значения от 0,1 до 1 с шагом $f(\theta) = 1/10$.
4. Исходя из первого упрощения, можно записать:

$$\theta \cdot g(t, x) = \alpha \cdot w \cdot x, \quad \text{или} \quad \theta \cdot t \cdot x = \alpha \cdot w \cdot x \rightarrow \theta \cdot t = \alpha \cdot w, \quad \text{где} \quad \alpha > 1.$$

5. И, наконец, предположим, что в предыдущем периоде фирма занималась специализацией, а ее ставка дисконтирования $\delta = 1/(1+r)$, где $r = 0,1$. То есть:

$$v(\theta) = 0,91 \cdot x \cdot (\theta \cdot T - w).$$

6. Среднее значение $\theta = 11/20$.

Учитывая все вышесказанное, напомним частный случай функций α , β и γ :

$$\alpha(\theta) = 1,52 \cdot x \cdot (\theta \cdot T - w);$$

$$\beta(\theta) = x/2 \cdot (\theta \cdot T/2 - w) + x/2 \cdot (11/20 \cdot T/2 - w) + v(\theta) \cdot 10 \cdot \theta + 0,91 \cdot x/10 \cdot (T/2 \cdot 100 \cdot (1 - \theta^2) - w);$$

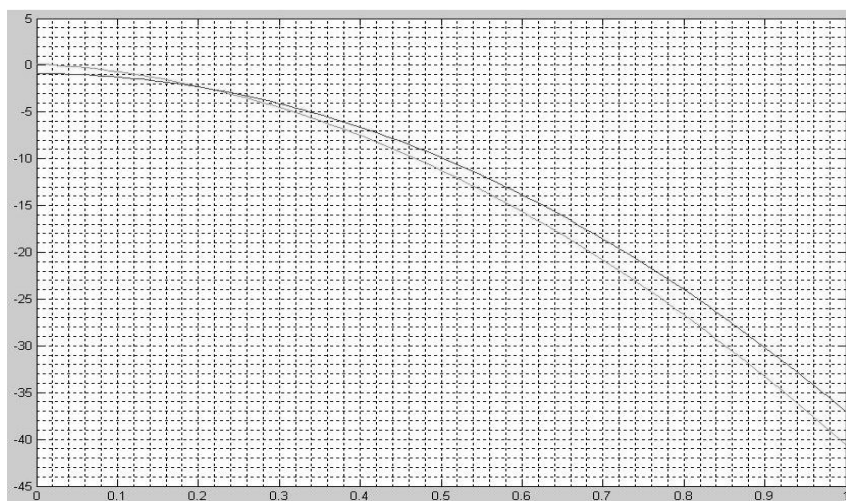
$$\gamma = x \cdot (11/20 \cdot T - w) + 0,91 \cdot x/10 \cdot (T \cdot 55 - w).$$

Теперь следует найти при каких θ : $\beta(\theta) > \alpha(\theta)$. После преобразования получено неравенство:

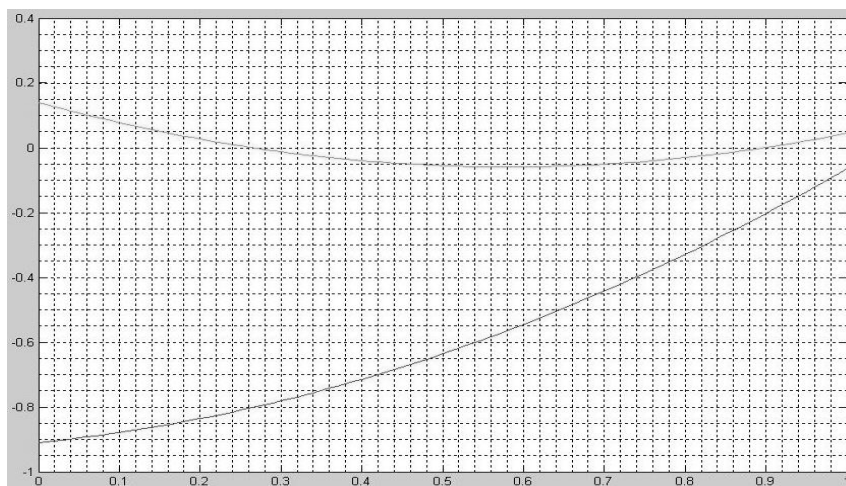
$$x \cdot T \cdot (\theta^2 \cdot 9 \cdot (1 - 1/\alpha) + \theta \cdot (1/4 - 1/\alpha) + 0,14) > 0.$$

Теперь следует найти при каких θ : $\beta(\theta) > \gamma(\theta)$. После преобразования было получено неравенство:

$$x \cdot T \cdot (\theta^2 \cdot 9,1 \cdot (1 - 1/\alpha) + 0,25 \cdot \theta - 0,91) > 0.$$



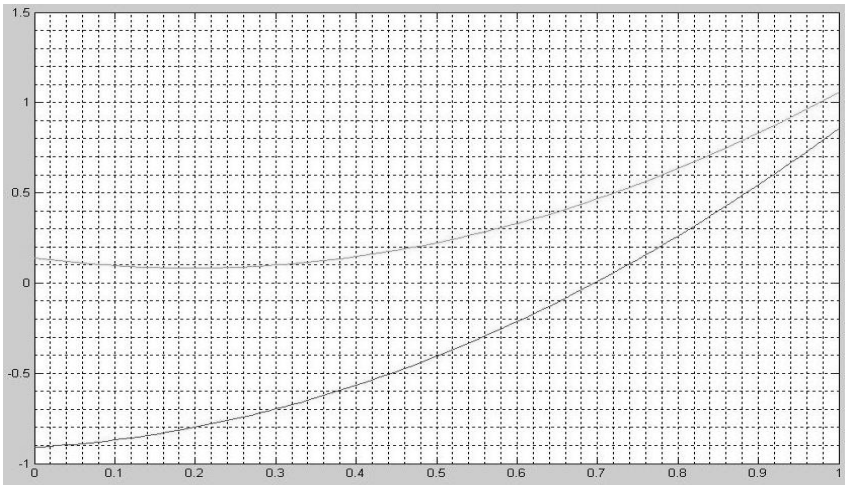
$\alpha = 0,2$



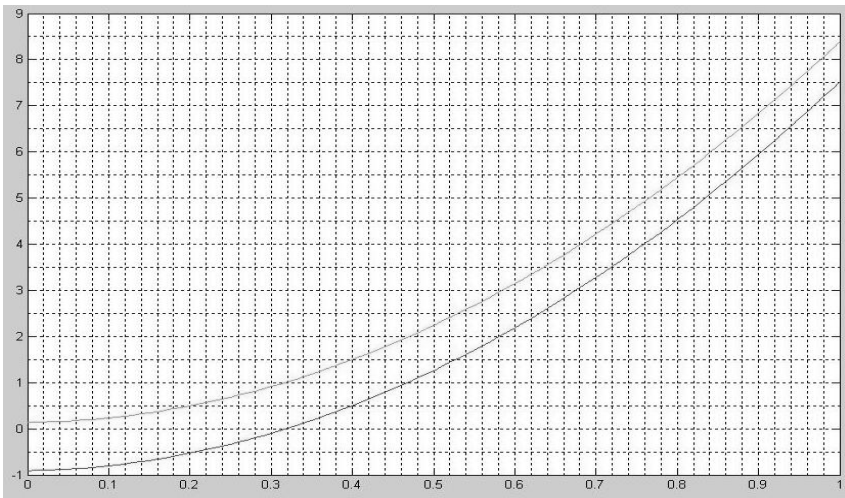
$\alpha = 1,07$

Проведенный анализ показал, что выбор между стратегией α и β , β и γ не зависит от количества факторов x и T .

Исходя из сделанных упрощений ($\theta \cdot t = \alpha \cdot w$), параметр α можно интерпретировать, как показатель прибыли компании:



$$\alpha = 1,2$$



$$\alpha = 10$$

- если $\alpha > 1$, то фирма работает с положительной прибылью;
- если $\alpha < 1$, то фирма работает с отрицательной прибылью;
- если $\alpha \sim 1$, то фирма функционирует практически с нулевой прибылью.

1. Из первого графика видно, что для $\alpha < 1$ корпорация должна придерживаться стратегии ликвидации. Это находится в согласии с логикой: когда у компании прибыль отрицательная (компания терпит убытки), придерживаться специализации не имеет смысла; приступить к диверсификации тоже не стоит, так как наша нынешняя отрасль настолько неэффективна, что ресурс T обходится слишком дорого.
2. Из второго графика, когда $\alpha \sim 1$, видно, что при значениях $0,26 < \theta < 0,9$ фирма предпочтет не покидать своей отрасли и не экспериментировать с другими отраслями. Но при этом график $(\beta - \gamma)(\theta)$ находится в IV координатной четверти, т. е. $\gamma > \beta > \alpha$. Это означает, что фирма будет ликвидирована и займется поисками новой отрасли. Что объяснимо тем, что для простоты была выбрана модель с равномерно распределенным значением θ . При этом $E(\theta) = 0,55$, что весьма неплохо при невысокой прибыли.
3. Из третьего графика видно, что верхняя грань ликвидации компании понижается. Если при $\alpha = 1,2$ мы имеем $\theta_{\text{ликв}} = 0,76$, то при $\alpha = 10$ — уже $\theta_{\text{ликв}} = 0,32$. При этом, если $\theta > \theta_{\text{ликв}}$, компании выгоднее диверсифицироваться, чем оставаться просто в своей старой отрасли. Подобное поведение можно объяснить исходя из того, что при больших значениях прибыли, компании становится все рискованнее покидать свою отрасль в обмен на ликвидацию. Такое высокое желание опять-таки объясняется простотой модели и относительно высоким показателем $E(\theta) = 0,55$.

Кому это выгодно

Основной источник дохода для менеджмента компании — заработная плата. Ее размер тесно связан с финансовыми показателями компании, со стоимостью акций и опционов, с дивидендной политикой. Таким образом, риск менеджмента тесно связан с риском корпорации. Как и любой другой человек, менеджер пытается уменьшить риск, чтобы иметь какие-либо гарантии насчет будущего. Но человек — это не компания, менеджер не может работать одновременно в нескольких компаниях, находящихся в разных отраслях. Именно поэтому менеджеры убеждают акционеров (а иногда обходится и без этого) в необходимости вступления в конгломерат, который сгладит дисперсию прибыли и, тем самым, стабилизирует благосостояние менеджера. Для большей наглядности можно посмотреть на табл. 1, где приведены результаты исследований Амихуда и Лева.

Сделанные выводы не являются однозначными, потому что имеется ряд исследований, показывающих обратное, например, более поздняя работа Амихуда, Додда и Вейнштайна.

Таблица 1

Среднее количество слияний, проведенных американской корпорацией за период с 1961 по 1970 гг.

Тип слияния	Тип контроля над корпорацией		
	Менеджмент	Слабый собственник	Сильный собственник
Горизонтальное	0,099	0,061	0,098
Вертикальное	0,153	0,182	0,049
Конгломератное	0,297	0,167	0,073

Понижение прозрачности компании

Структура конгломерата требует создания дополнительных уровней управления компаниями, что увеличивает время принятия решений, а вместе с этим и конкурентные преимущества новых инновационных решений. В среднем, в конгломерате любое более или менее значимое инвестиционное решение проходит семь (!) уровней топ-менеджмента.

Также чересчур усложненные схемы внутреннего инвестирования часто становятся причиной того, почему внешние инвесторы не вкладывают свои деньги в конгломераты. Они боятся, что управление конгломерата распределит средства между активами по-своему, а не так, как этого хотелось бы инвесторам.

Нерациональное распределение средств

Так как внутри конгломератов все менеджеры принадлежат одной большой «семье», т. е. риск того, что инвестиции не пойдут на подпитку выгодного и перспективного направления, а будут распределяться по принципу «поможем своим».

Слияния и поглощения в России

Теперь следует обратить внимание на рынок слияний и поглощений в Российской Федерации. Где, как ни у нас в результате приватизации появились на свет так называемые ФПГ, которые представляют собой идеальный пример компании, одновременно управляющей несколькими некоррелирующими активами.

ФПГ

Российские конгломераты — это финансово-промышленные группы и, в меньшей степени, вертикально-интегрированные компании. Первые

появились на свет в период массовой приватизации, когда наше правительство решило, что как только неэффективные государственные активы попадут в руки частных собственников, те будут придерживаться стратегии максимизации прибыли и, соответственно, превращать эти активы в эффективные. Но так получилось, что скупкой занимались не те, кто имел подобные взгляды и намерения, а лица, обладавшие средствами и связями, которые видели свою прибыль в покупке недооцененных активов и в дальнейшей их перепродаже.

Именно поэтому, когда речь идет о российских конгломератах, очень сложно рассуждать о преимуществах и недостатках непрофильных активов с точки зрения менеджмента, который, как показывают исследования и рациональное рассуждение, на западе имеет гораздо больше преимуществ от конгломератных слияний и поглощений, нежели акционеры.

Вертикально-интегрированные компании образовались в результате слияний и поглощений вертикального типа (т. е. с целью контроля процесса производства). Такие компании, конечно, не являются чистыми примерами конгломератов, но порой очень сложно бывает отделить непрофильный актив от актива, глубоко вовлеченного в производство.

Качество управления

В 2000 г. профессором Стэндфордского университета Бернардом Блэком было проведено исследование 21 российской компании. В своем исследовании он принимал во внимание только те компании, которые за год до этого получили оценку качества управления в инвестиционном банке «Brunswick Warburg». Сопоставив данный рейтинг с результатами исследований на предмет недооцененности российских компаний, проведенных российской компанией «Тройка Диалог», Блэк получил результаты (Источник: *Black, B. (2000) Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data. Working Paper № 209, Stanford University*), приведенные в табл. 2.

Результаты регрессионного анализа оказались удивительными, а регрессионное уравнение имеет следующий вид:

$$\ln(\text{коэффициент стоимости}) = \\ = -0,176 + (-0,149) * (\text{рейтинг корпоративного управления}).$$

Соответствующая регрессионная прямая показана на рис. 3.

Теперь понятно, что наши компании сильно недооценены в связи с неэффективным качеством управления. Правда очень сложно понять, насколько это связано с наличием непрофильных активов, и как избавление от них влияет на вид регрессионной зависимости.

Таблица 2

Рейтинг качества корпоративного управления и рыночная капитализация
21 российской компании на сентябрь 1999 г.

Компания	Рыночная капитализация, млрд долл.		Коэффициент стоимости	Рейтинг качества корпоративного управления
	текущая (2000 г)	потенциальная		
Вымпелком	0,58	1,2	0,48	7
Ростелеком	0,9	5	0,18	15
ГАЗ	0,11	0,7	0,16	17
Сан Интербрю	0,11	1,5	0,073	16
Мосэнерго	0,8	12	0,067	15
Сургутнефтегаз	4,4	91	0,048	26
Норильский Никель	0,5	9	0,056	27
Северсталь	0,08	1,7	0,047	21
Аэрофлот	0,09	2	0,045	23
Иркутскэнерго	0,4	10	0,040	10
Лукойл	5,5	195	0,028	20
ЕЭС	3,1	110	0,028	24
Татнефть	0,4	75	0,005	18
Магнитогорск	0,04	1,8	0,022	29
Сибнефть	1,1	60	0,018	25
Сбербанк	0,4	60	0,007	35
Газпром	4	1 960	0,002	38
Юкос	0,3	170	0,0018	38
Томскнефть	0,039	24	0,0016	51
Самаранефтегаз	0,003	18	0,0002	51
Юганскнефтегаз	0,014	110	0,0001	51
Всего	22,9	2 918	среднее = = 0,06	среднее = 27

Итак, мы уже рассмотрели историю создания ФПГ и взаимосвязь между качеством управления и коэффициентом стоимости компании. Можно сделать вывод о том, что в России сложно говорить о «плюсах» или «минусах» непрофильных активов в контексте эффективности управления компанией и целей приобретения этих самых активов. Другими словами:

1. По-своему, приобретение непрофильных активов было выгодно для ФПГ, так как низкая изначальная стоимость не шла в сравнение ни с каким-либо другим альтернативным вложением денежных средств.

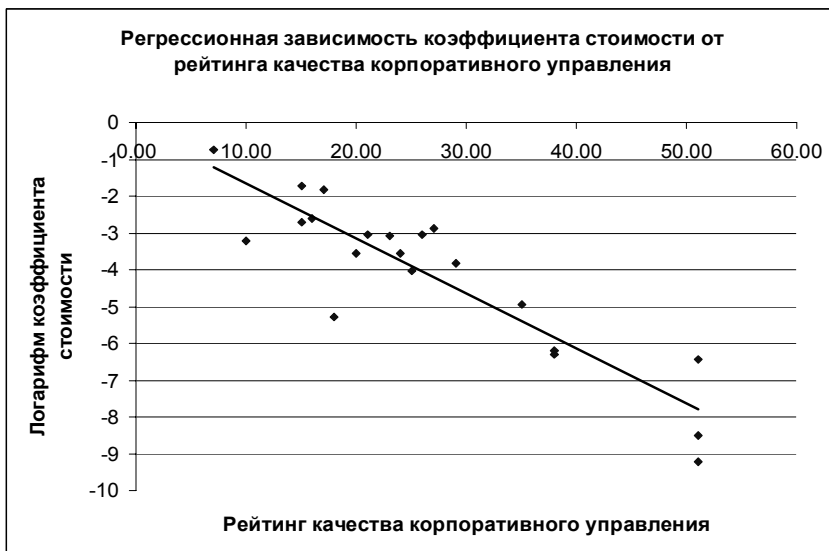


Рис. 3. Регрессионная кривая

2. В России существует недооцененность компаний, вызванная неэффективностью управления. Но сказать что-то определенное про взаимосвязь коэффициента стоимости с наличием непрофильных активов очень сложно.

Таблица 3

Стратегия	Сумма сделки, млн долл.	Количество сделок
Вертикальная интеграция	4 421	48
Горизонтальная интеграция, слияние с конкурентом, увеличение доли рынка, выход на региональные рынки	18 098	225
Диверсификация бизнеса, выход на новые рынки, создание конгломерата, портфельные инвестиции	6 037	80
Увеличение уже существующей доли в бизнесе, получение 100 %-го контроля	3 691	40
Выкуп бизнеса менеджерами компании (МВО)	1 363	17
Итого	33 610	410

По результатам проведенных исследований можно сделать вывод о том, что не все так непонятно на рынке слияний и поглощений в России. По статистике, приведенной на сайте GAAP.RU, примерно 20 % всех сделок осуществлялось по диверсификации бизнеса (см. табл. 3.). А это может указывать на то, что для нашей страны начинают проходить времена становления, и некоторые компании уже переходят в состояние «дойной коровы».

В последнее 2–3 года такие гиганты как РАО ЕЭС, Газпром, Роснефть составляют списки своих непрофильных активов для дальнейшей их продажи. Тем временем АФК «Система» скупает активы в разных отраслях, постоянно экспериментируя с новыми направлениями.