

УДК 336.6
08.00.10ISSN: 2542-0259
© Российское конкурентное право
и экономика, 2020

Анализ российского рынка слияний и поглощений

Восканян Р. О.,
Российский экономический
университет им. Г.В. Плеханова,
г. Москва

Аннотация

Предметом исследования выступает российский рынок слияния и поглощения в период с 2009 по 2019 г. Автором рассмотрена экономическая сущность слияний и поглощений, проанализировано количество сделок обоих видов на российском рынке. Изучено иностранное участие на российском рынке слияний и поглощений, выявлена тенденция к его линейному снижению с 2011 г. по настоящее время. Также определены три сектора российской экономики — лидера по количеству целевых компаний (банки, сельское хозяйство, транспорт и инфраструктура). Сформулирован вывод о негативном влиянии текущей экономической конъюнктуры на российский и мировой рынки сделок слияний и поглощений, предполагающий снижение количества и суммы сделок слияний и поглощений в ближайшие годы.

Ключевые слова: слияния, поглощения, диверсификация, конкуренция, корпоративный захват, публичные компании, синергия, обратный выкуп акций.

Analysis of the russian market of mergers and acquisitions

Roza O. Voskanian,
Russian University of Economics
n.a. G. V. Plekhanov,
Moscow

Annotation

The subject of the research is the Russian market of mergers and acquisitions in the period from 2009 to 2019. The author has examined the economic essence of mergers and acquisitions, analysed the number of transactions of both types on the Russian market. The article analyses foreign participation in the Russian market of mergers and acquisitions reveals a tendency to its linear decline from 2011 to the present. Also were identified three sectors of the Russian economy leaders in the number of target companies (banks, agriculture, transport and infrastructure). A conclusion has been formulated on the negative impact of the current economic situation on the Russian and global market for mergers and acquisitions, suggesting a decrease in the number and amount of mergers and acquisitions in the coming years.

Keywords: mergers, acquisitions, diversification, competition, corporate takeover, public companies, synergy, buyback.

В условиях эффективного рынка и наличия рациональных инвесторов концепция ценностно-ориентированного финансового менеджмента предполагает повышение благосостояния собственников. Сделки слияния и поглощения являются достаточно распространенным инструментом повышения благосостояния как продающих долю в целевой компании инвесторов, так и приобретающих данную долю инвесторов — совладельцев поглощающей компании. Для первых выход из бизнеса посредством сделки слияния и поглощения предоставляет возможность получить достаточное количество денежных средств (в случае осуществления сделки за наличные) или же приобрести равнозначное количество ценных бумаг объединенной компании (в случае осуществления сделки с обменом акций). Собственники поглощающей

компании повышают свое благосостояние за счет достижения эффекта синергии (операционной, финансовой), следовательно, увеличения денежного потока компании и повышения стоимости объединенной компании, долей в которой они владеют.

Рынок сделок слияний и поглощений отчасти является отражением состояния финансового рынка. При наличии на рынке у инвесторов свободных финансовых ресурсов не приходится сомневаться в принятии инвестиционных решений, направленных на рост и усиление конкурентного преимущества компании. Сделки слияния и поглощения позволяют увеличить занимаемую на рынке долю, упрочить положение среди конкурентов, реализовать стратегию диверсификации и выйти на новые рынки.

Очевидно, что в 2020 г. начался новый экономический (в том числе финансовый) кризис, обусловленный последствиями торговых войн, сложностями принятия бюджетов ряда государств Европейского союза, неспособностью ряда государств достигнуть консенсуса относительно предельных объемов добычи нефти (что ведет к турбулентному ценообразованию на данном рынке и негативному воздействию практически на все секторы экономики), а также критическая эпидемиологическая ситуация по всему миру, замедлившая темпы роста экономики до критических значений.

Это позволяет прийти к выводу, что в текущем году сделки слияния и поглощения вряд ли будут распространены, за исключением реализуемых транснациональными корпорациями по приобретению мелких игроков с высоким потенциалом.

В этой связи автором поставлена цель проанализировать российский рынок сделок слияния и поглощения за десятилетие с 2009 по 2019 г. Выбранный период позволяет исследовать, как менялся рынок сразу после «великой рецессии» до настоящего времени.

Действующее российское законодательство не содержит определений понятий сделок слияния и поглощения. Если понятие сделки слияния еще упоминается в Федеральном законе от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции» (ст. 27, 32—34)¹ и научно-практических комментариях к нему [1], то понятие сделки поглощения отсутствует в терминологии российского законодательства. Следует заметить, что данная ситуация характерна не только для Российской Федерации, но и для других государств [2]. В научных кругах также не сформировалось единого взгляда на дифференциацию понятий «слияние» и «поглощение».

П. А. Гохан предлагает под слиянием понимать объединение двух корпораций с двумя дальнейшими сценариями. Первый сценарий предполагает, что продолжает осуществлять дальнейшую деятельность лишь одна

компания, а иная прекращает существовать. Второй сценарий предполагает, что целевая компания становится дочерней или частично дочерней для поглощающей компании. При сценарии, когда несколько компаний объединяются в единую новую компанию, автором предлагается использовать понятие «консолидация» [3].

По мнению И. М. Вакулы и О. А. Цымлянской, поглощение представляет собой подчинение одного предприятия другому без образования единой компании [4]. А. Дамодаран под поглощением предлагает понимать в том числе процесс обхода действующего руководства компании посредством прямого тендерного предложения инвесторам — совладельцам целевой компании о покупке акций по определенной цене в виде рекламы или почтовых извещений [5]. По мнению Р. Брейли и С. Майерса, за поглощением во многих случаях следует смена руководства целевой компании [6]. Тогда как слияние традиционно проводится с участием руководства всех объединяемых компаний, и инвесторы-совладельцы принимают решение о слиянии, принимая во внимание мнение руководства, которое после сделки продолжает осуществлять деятельность в рамках объединенной компании.

Авторы исследования генезиса рассматриваемых понятий считают целесообразным использовать единый термин «слияния и поглощения» как множественность сделок между хозяйствующими субъектами, в результате которых происходят смена собственника, объединение компаний для дальнейшего функционирования под эгидой компании — инициатора сделки либо переход контрольного пакета акций одной из сторон сделки к другой [7].

На наш взгляд, использование единой терминологии позволяет проводить качественный анализ изменений финансовой архитектуры рынка, а также формировать комплекс управленческих решений для способствования или, напротив, предотвращения подобных сделок со стороны целевой компании. Сделки слияния и поглощения являются результатом инвестиционных решений, «необходимыми условиями эффективности которых являются объективная оценка имеющейся информации, качественно проведенный анализ» [8].

Дифференция сделок слияния как очередного этапа развития объединяющихся компаний и сделок поглощения как одного из этапов реализации стратегии развития исключительно поглощающей компании позволяет выявлять тенденции на рынке слияний и поглощений, а также формировать практико-ориентированные выводы.

Настоящее исследование базируется на ретроспективной статистической информации о российском рынке слияний и поглощений в период с 2009 по 2019 г. Десятилетний период позволяет провести глубокий анализ, проанализировать влияние различных макроэкономических факторов на изменение архитектуры исследуемого рынка.

¹ См.: Федеральный закон от 26.07.2006 № 135-ФЗ (ред. от 01.03.2020) «О защите конкуренции» // СЗ РФ. 2006. № 31 (1 ч.). Ст. 3434.

Мировой финансовый кризис 2008 г. оказался достаточно продолжительным и разрушительным, чтобы получить сопоставимое с Великой депрессией название Великая рецессия. Представленные в табл. 1 данные позволяют заключить, что общее количество сделок стремительно снижалось в рассматриваемый период, демонстрируя отрицательную тенденцию.

В табл. 1 автором сделки на российском рынке разделены на три категории: слияния, поглощения и иное. Первые две категории рассмотрены выше, под иным же пред-

лагается понимать обратный выкуп акций, предложения об обмене ценных бумаг и рекапитализацию бизнеса.

Определенный рост трех типов сделок на рынке слияний и поглощений в 2010 г. обусловлен ростом трансграничных сделок. Финансовый кризис существенно ослабил российский рубль, что позволило иностранным компаниям осуществлять стратегию глобальной диверсификации, приобретая активы в России по выгодным для иностранцев ценам. Данная теория подтверждается статистическими данными (см. рисунок).

Таблица 1. Количество сделок разного типа на российском рынке слияний и поглощений, ед.²

Год	Всего	Слияний	Поглощений	Иное
2009	2958	538	2412	8
2010	3336	656	2668	13
2011	2849	717	2121	11
2012	2192	578	1609	6
2013	1762	438	1763	5
2014	1657	418	1236	3
2015	1575	402	1169	4
2016	1628	376	1247	5
2017	1257	264	992	2
2018	834	143	686	4
2019	682	116	565	1

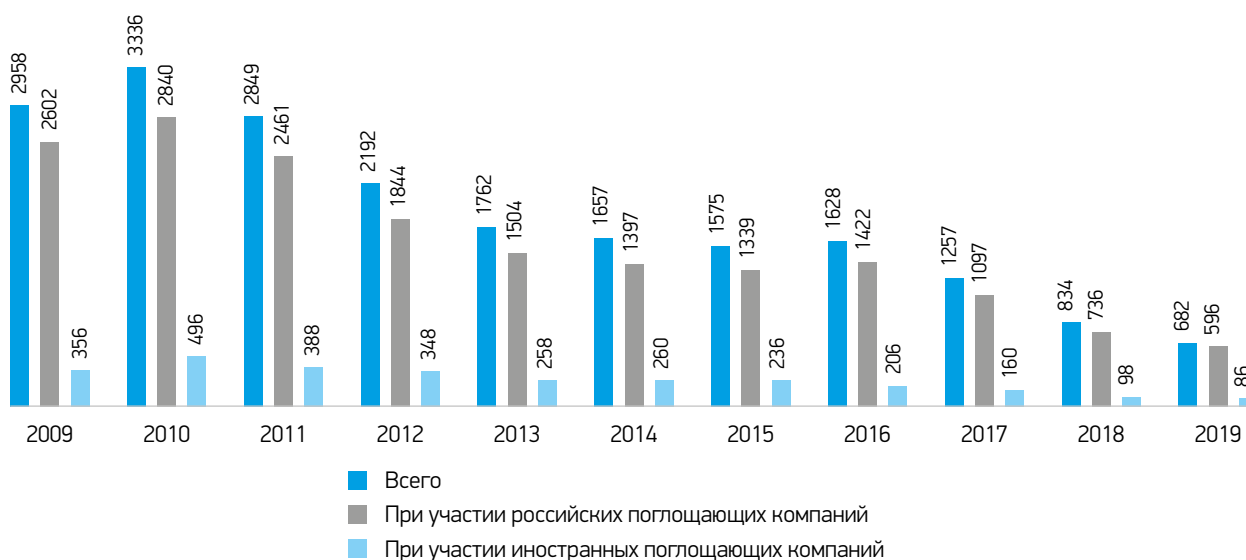


Рисунок. Количество сделок на российском рынке слияний и поглощений, ед.³

² Составлено автором на базе данных Thomson Reuters. <https://www.thomsonreuters.com/en.html> (Дата обращения: 11.05.2020).

³ Составлено автором на базе данных Thomson Reuters. <https://www.thomsonreuters.com/en.html> (Дата обращения: 11.05.2020).

Анализ российского рынка слияний и поглощений

В 2010 г. достигнуто пиковое значение участия иностранных компаний в сделках слияния и поглощения на российском рынке. Исходя из данных рисунка, в дальнейшие годы иностранное участие в российском рынке слияний и поглощений линейно снижалось. Во многом это обусловлено сложившейся политической ситуацией, реализуемой западными партнерами политики санкций, и в ответ на это получившие широкое распространение политика импортозамещения и локализация бизнеса в России. Также снижение иностранного участия на российском рынке слияний и поглощений обусловлено проблемами макроэкономического характера в еврозоне, сложностями с формированием и распределением бюджетов внутри Европейского союза.

Возвращаясь к данным табл. 1, следует обратить внимание, что если сделки слияния и поглощения демонстрировали единую тенденцию к снижению, то иные сделки, напротив, демонстрируют стохастичную динамику. Анализ данных Thomson Reuters позволил выявить, что большинство иных сделок относится к типу обратного выкупа акций. Данная сделка зачастую направлена на повышение рыночной стоимости компании. В случае если руководство компании считает, что инвесторы недооценивают бизнес, принимается решение выкупить часть акций по рыночной стоимости плюс премия у действующих акционеров. Таким образом, количество акций в обращении сокращается, за счет чего должна расти цена на одну акцию. Именно по данной причине в 2018 г. компания Лукойл осуществила круп-

нейшую за год операцию по обратному выкупу акций. Иными причинами обратного выкупа акций выступают желание избежать риска размытия капитала и необходимость аккумулировать капитал у ограниченного числа собственников [9]. Отчасти это является профилактикой риска поглощения.

Анализ российского рынка слияний и поглощений также подразумевает выявление секторов экономики, компании которых чаще всего становятся целью. По мнению автора, значимым признавалось, если количество сделок слияния и поглощения в конкретном секторе экономики в течение года превышало сотню. Это позволило в табл. 2 аккумулировать данные по 12 секторам экономики, внутри которых было совершено наибольшее количество сделок в последнее десятилетие.

Представленные данные позволяют заключить, что одним из самых крупных секторов по сделкам слияния и поглощения является банковский сектор. Результатом кампании по оздоровлению и «очистке» российского банковского сектора от недобросовестных участников с 2013 по 2019 г. стало сокращение количества кредитных организаций. Большое количество кредитных организаций остановили деятельность и были ликвидированы, ряд компаний предпочли объединение с иными игроками на рынке. Принимая во внимание сложившуюся макроэкономическую конъюнктуру и сохранение небольшого количества крупных кредитных организаций, можно прогнозировать, что по сравнению с началом 2010-х гг. в обозримом будущем в российском

Таблица 2. Количество сделок в секторах экономики — лидерах по целевым компаниям на российском рынке слияний и поглощений, ед.⁴

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Банки	233	252	161	158	116	114	147	139	76	48	39
Квалифицированные услуги	143	138	150	93	84	68	81	79	49	48	40
Металлургия	127	160	138	105	82	71	82	55	75	37	35
Нефтегазовая промышленность	225	133	105	115	98	69	77	59	50	22	21
Продукты питания и напитки	202	192	155	109	62	62	61	77	68	36	29
Производственное оборудование	85	106	85	76	46	42	36	41	41	31	31
Сельское хозяйство	71	87	111	118	136	123	123	104	70	31	37
Строительство	218	284	244	164	137	113	93	98	85	31	37
Транспорт и инфраструктура	122	206	232	145	126	88	96	101	82	44	36
Управление недвижимостью	113	152	114	113	97	91	80	72	40	18	21
Финансы	117	22	182	102	85	71	88	72	56	33	22
Энергетика	196	216	130	109	95	93	64	62	69	29	23

⁴ Составлено автором на базе данных Thomson Reuters. <https://www.thomsonreuters.com/en.html> (Дата обращения: 11.05.2020).

банковском секторе экономики можно будет наблюдать небольшое количество сделок слияний и поглощений.

Компании сельского хозяйства стали привлекательной целью в период активизации политики импортозамещения. В сложный для экономики России период 2014—2015 гг. именно в сельском хозяйстве заключалась большая часть сделок. В 2016 г. сельское хозяйство и вовсе было единственной отраслью экономики, в которой было заключено свыше сотни сделок. На наш взгляд, основная трансформация российского рынка сельского хозяйства уже завершена. Введенные западными партнерами России санкции позволили укрепить положение данного рынка. Ввиду эпидемиологической ситуации 2020 г. и закрытия границ большинства государств — ключевых экономических партнеров России представляется высоковероятным, что российская продовольственная безопасность будет обеспечиваться исключительно внутри границ государства. Следовательно, остановка мировых темпов роста экономики, отсутствие у компаний свободных финансовых ресурсов и национальная заинтересованность в сельском хозяйстве не должны стимулировать значимое количество трансграничных сделок слияния и поглощения на российском рынке сельского хозяйства.

Достаточно большое количество целевых компаний на российском рынке наблюдается в секторе «Транспорт и инфраструктура». Транспортная инфраструктура любого государства — это взаимосвязанная система инженерных сооружений, которые обеспечивают повседневную хозяйственную жизнь любого гражданина и экономическую активность государства в целом [10]. Проблемы финансирования данного сектора во многом обусловлены огромным объемом требуемого капитала [11], что нередко заставляет компании данного сектора объединяться. Несмотря на довольно активную политику оптимизации механизмов государственно-частного партнерства для поддержки данного сектора экономики [12], в 2016 г. большинство целевых компаний были связаны с воздушным транспортом России — это предприятия по производству транспорта, по перевозке пассажиров и грузов, по строительству и поддержанию необходимой инфраструктуры. К 2019 г. ситуация несколько изменилась, и большая часть целевых компаний связана с автомобильной и морской инфраструктурой. Опять же, ввиду частично закрытых границ государств в 2020 г. трансграничных сделок слияния и поглощения в большом количестве не предвидится. Если же говорить о российских сделках слияния и поглощения, то можно прогнозировать реализацию давно запланированных и завершение уже начатых сделок. Поскольку в последние годы наблюдается заметная отрицательная тенденция в рассматриваемом секторе экономики, то вероятно, что ближайшие годы компании сектора «Транспорт и инфраструктура» не будут распространенной целью для сделок слияния и поглощения.

Выводы

Подводя итоги анализа, отметим, что рынок слияния и поглощения является отражением текущего состояния мировой экономики. Проведенное исследование позволяет заключить, что российский рынок сделок слияния и поглощения не смог восстановиться после «великой рецессии». Последнее десятилетие российская экономика подвергалась воздействию сильных негативных факторов, не позволяющих обеспечивать рост. В 2010 г. российский рынок заинтересовал иностранных инвесторов, однако дальнейшее снижение темпов роста мировой экономики, политика санкций и импортозамещения свели практически на нет иностранное участие в российском рынке слияний и поглощений.

Выявленные в настоящей статье секторы экономики — лидеры по количеству целевых компаний (банки, сельское хозяйство, транспорт и инфраструктура) могут считаться лидерами преимущественно из-за кризиса в этих секторах. Очевидные проблемы банковского сектора экономики стали катализатором объединения участников рынка. Политика импортозамещения и последовавший рост спроса на национальные продукты питания стимулировали развитие рынка сельского хозяйства и укрупнение участников до вертикально интегрированных структур. Проблемы финансирования транспортного сектора и обеспечивающей его инфраструктуры являются системными, что вынуждает ряд компаний объединяться для консолидации капитала и достижения эффекта финансовой синергии.

Современная экономическая конъюнктура, характеризующаяся снижающимися до минимальных значений темпами роста мировой экономики, и начавшийся новый мировой экономический кризис позволяют заключить, что не только российский, но и мировой рынок слияний и поглощений в ближайшие годы ждет снижение как количества сделок, так и их стоимостного выражения. ■

Литература

1. Научно-практический комментарий к Федеральному закону «О защите конкуренции» / Отв. редактор И. Ю. Артемьев. 2-е изд., перераб. и доп. (глава 7). М.: Статут, 2016. 1024 с.
2. Краснопеева Е. В. Сравнительный анализ уголовного законодательства государств СНГ. М.: Московский ун-т МВД России, 2006. 67 с.
3. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М.: Альпина Паблишер, 2020. 742 с.
4. Вакула И. М., Цымлянская О. А. Особенности понимания сделок «слияние и поглощение» в современном российском праве // Юрист-Правоведъ. 2017. № 4 (83). С. 142—146.

5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Пабlishер, 2020. 1316 с.
6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. 1008 с.
7. Решетникова Т. В., Валиева Ф. И. Генезис понятия «слияния и поглощения» в миронаучном знании // Известия Уральского гос. горного уни-та. 2017. № 3 (47). С. 93—96.
8. Ващенко Т. В. Поведенческие финансы — новое научное направление или элемент классической финансовой теории? // Финансовый менеджмент. 2019. № 6. С. 103—109.
9. Лисицына Е. В., Ващенко Т. В., Забродина М. В. Финансовый менеджмент. М.: ИНФРА-М, 2018. 184 с.
10. Гордиенко М. С. Бюджетные расходы на транспортную инфраструктуру: невозвратные вложения или эффективные инвестиции // Экономические системы. 2016. № 3. С. 52—53.
11. Алабед Алкадер Н. М. Организация финансирования инфраструктурных проектов автодорог на основе государственно-частного партнерства // Вестник Волжского ун-та им. В. Н. Татищева. 2020. Т. 2. № 1. С. 262—269.
12. Алабед Алкадер Н. М. Проблемы и перспективы финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства // Финансовая жизнь. 2018. № 2. С. 4—6.

Сведения об авторе

Восканян Роза Оганесовна: кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансового менеджмента ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова»

Контактная информация:

Адрес: 143003, Московская обл., г. Одинцово, ул. Маршала Бирюзова, д. 30, корп. Б
E-mail: rose.01@mail.ru