

Часть 3. Контроль над компаний.

Глава 9. Слияния и поглощения как форма борьбы за контроль над компанией.

1. Введение.

Волны слияний и поглощений накатывали на экономику США в 1893-1904, 1915-1929, 1940-1950 гг., с середины 50-ых до 69 гг. и в 80-ых годах. Первая волна – это горизонтальные слияния, вызванные принятием законодательства, запрещающего картельные соглашения. Вторая волна – горизонтальные слияния, которые привели к созданию олигополий¹ типа Джeneral Моторс. Изменения в налоговом законодательстве вызвали волну 40-50 гг. – поглощения маленьких частных компаний большими компаниями на дружественной основе. Конец 50-ых - 60-ые годы – создание на основе слияний и поглощений компаний-конгломератов. Наконец, поглощения 80-ых годов – это сделки нового типа по выкупу компаний в кредит (см. восьмую главу), а также деконгломеризация – сделки с последующей продажей компании по частям.² В 80-ые годы общий объем сделок по слияниям и поглощениям достиг 1,3 триллиона долларов, что равнялось одной трети стоимости всех корпоративных активов (около 3 триллионов). В 90-ые годы волна слияний и поглощений пошла на убыль. Не последнюю роль в этом сыграли такие факторы, как усилившееся сопротивление менеджеров поглощению, противополотительные поправки, принятые на государственном уровне (например, ограничения на использование при поглощении заемных средств), судебное преследование за заключение сделок на основе инсайдерской информации, рост банкротств поглощенных в ходе LBO компаний.

Классическая микроэкономическая теория не объясняет такого явления как, например, горизонтальные поглощения. Было также замечено (Manne, 1965), что поглощения нельзя трактовать лишь как попытки менеджеров увеличить предусмотренное их контрактами вознаграждение за управление большой компанией – слишком уж дорогостоящий это метод. Однако теорию поглощений можно строить исходя из агентского подхода, то есть из предположения о том, что контроль над компанией сам по себе имеет ценность, то есть является активом. Соответственно, существует рынок этого актива, а также сделки по его купле-продаже. Такими сделками и являются слияния и поглощения.

Традиционно выделяют три способа поглощения компаний:

- добровольные слияния путем переговоров с руководством поглощаемой компании и последующей покупкой (обменом) акций;
- враждебный захват путем тендерного предложения на покупку акций непосредственно акционерам компании;
- получения контроля над Советом Директоров без покупки контрольной доли в акционерном капитале через голосование по доверенности (proxy contests, proxy fights). Далее для краткости мы будем называть данный способ голосованием по доверенности.

Если первые два способа всем понятны, то последний требует специального объяснения.

¹ Компания, действующая на олигополистическом рынке, то есть рынке, представляющем нечто среднее между рынком монополизированными и рынком конкурентного типа.

² Об особенностях волны 80-ых см. (Shleifer, and Vishny, 1990), обо всех остальных см. (Lintner, 1971).

2. Специфика поглощения путем голосования по доверенности и причины его отмирания.

Получение контроля над Советом Директоров без покупки контрольной доли в акционерном капитале осуществляется через аккумуляцию доверенностей на право голосования на собрании акционеров. Такой шаг предпринимается акционером, обладающим пакетом акций компании, который недостаточен для влияния на результаты голосования. Захват контроля без увеличения доли в капитале компании сам по себе является свидетельством в пользу тезиса о том, что контроль имеет цену. Если бы выплаты по акциям или рост их курсовой стоимости являлись единственным источником доходов от владения акциями, то это делало бы голосование по доверенности бессмысленным, так как издержки на получение права голосовать по доверенности весьма немаленькие. В США, согласно Закону о ценных бумагах (Securities Exchange Act), принятому в 1934 году, выдача доверенности на голосование равнозначна самому голосованию, поэтому акционер, передающий свое право голоса, должен быть проинформирован по всем вопросам, вынесенным на голосование. В связи с этим затраты на получение доверенностей высоки. Причем, если руководство компании может делать это за счет фирмы, то внешний захватчик – нет. Дополнительные трудности возникают из-за того, что содержание текста письма, в котором акционеру предлагается переуступить свое право голоса, жестко регулируется законодательством. Так, внешние захватчики хотели бы включить в письма такие фразы: “менеджеры компании разбазаривают ее ресурсы”, “менеджеры компании выплачивают себе непомерно высокие премии” или “менеджеры компании не проявляют должного усердия в поиске новых инвестиционных возможностей”. Комиссия по ценным бумагам США обычно запрещает направлять такие письма акционерам за исключением случаев, когда справедливость обвинений может быть доказана. Зачастую предоставить доказательства невозможно. Это привело к практике подачи в суд на менеджеров фирмы непосредственно перед операцией по аккумуляции доверенностей. Тогда в письмо можно включить фразу типа “в таком-то округе начался суд “акционеры компании против ее менеджеров”, менеджеры обвиняются в разбазаривании ресурсов компании” или “иск, целью которого является заставить менеджеров возратить компании часть незаконно выплаченной компенсации, был недавно подан в суд такого-то округа”. (Manne, 1965)

Интересный пример захвата контроля над компанией путем голосования по доверенности приводится в (Bearle, and Means, 1933). Это открытая война между Джоном Рокфеллером-младшим и Стандарт Ойл Компани оф Индиана (Standard Oil Company of Indiana). Рокфеллер владел 14,9 процентами голосующих акций компании и имел существенное влияние на ее дела в течение многих лет. Некоторые из сделок, осуществленных неким полковником Стюартом, который тогда являлся председателем Совета Директоров компании, вызвали неудовольствие Рокфеллера, и он попросил Стюарта уйти в отставку. Стюарт отказался. Это привело к драматической борьбе за право голосовать по доверенности. Рокфеллер стал призывать акционеров передать ему свое право голоса. При этом он понес огромные затраты. В частности, были наняты лучшие юристы, которые следили, чтобы со стороны Рокфеллера не было ни малейших нарушений закона. Рокфеллер использовал все свое влияние в местном обществе. Уолл Стрит Джорнел (Wall Street Journal) писала, что в ходе борьбы контроль Рокфеллера над одной из компаний в составе Стандарт Ойл впервые был поставлен под сомнение. Стюарту удалось добиться поддержки всех членов Совета Директоров компании. Он пытался найти общий язык и с 16 000 сотрудниками компании, которые также являлись ее акционерами. Был объявлен 50-процентный дивиденд в виде акций. Они, естественно, не могли привести к увеличению стоимости пакета акций, принадлежавшему отдельному

акционеру, так как были равносильны сплиту (split)³, однако психологическое воздействие этих “дивидендов” было ощутимым. За четыре дня до выборов в Совет Директоров обе стороны объявили, что они имеют поддержку большинства. В ходе выборов победил Рокфеллер, за кандидатов которого проголосовали 65 процентов присутствующих (59 процентов от общего числа) акционеров. Стюарту пришлось расстаться с должностью. По мнению Берла и Минза, победа Рокфеллера базируется не столько на его доле в акционерном капитале компании, сколько на его репутации в обществе. Издержки, которые готов был понести Рокфеллер, показывают, каким ценным активом может быть контроль над компанией.

До 60-ых годов голосование по доверенности было основным методом недружественного получения контроля над компанией. В 1956 году на смену голосованию по доверенности пришли тендерные предложения на покупку акций. Одна из причин заключается в том, что со второй половины 50-ых годов издержки голосования существенно возросли. В 1955 г. Федеральная комиссия по ценным бумагам США изменила свои требования к голосованию по доверенности: она потребовала предварительной экспертизы документов, подаваемых в комиссию перед сбором голосов, полного раскрытия всех имен тех, кому отдаются голоса, а также информирования об этом всех акционеров. Эти требования были еще более ужесточены в 1964 году. В результате повысилась вероятность того, что защищающаяся сторона с успехом сможет оспорить действия сборщиков доверенностей в суде, что создало для голосования по доверенности почти непреодолимые препятствия.

3. Кто выигрывает от поглощения.

Дженсен и Рубак (Jensen, and Ruback, 1983) усреднили данные 40 исследований, измерявших доходность акций поглощающей и поглощаемой компании. Их результаты представлены в таблице 1.

В среднем, существенного изменения цен акций поглощающей компании не наблюдается ни в случае удачного, ни в случае неудачного поглощения. Доходность акций поглощающей компании в лучшем случае невелика, в худшем - отрицательна. Однако проблема в том, что если даже поглощение несет поглощающей компании прибыль или, наоборот, убытки, объявление о поглощении не должно так сильно сказываться на ее котировках как на котировках ее “добычи”, так как обычно поглощающая компания много больше поглощаемой по размеру. Изменение цен акций поглощающей компании будет в этом случае скрыто в нормальных ежедневных колебаниях цен.

Таблица 1. Изменение цен акций в связи с поглощением или его попыткой сверх нормального уровня.

Техника поглощения	Удачное поглощение		Неудачное поглощение	
	Поглощаемая компания, (%)	Поглощающая компания, (%)	Поглощаемая компания, (%)	Поглощающая компания, (%)
Тендер	30	4	-3	-1
Слияние	20	0	-3	-5
Голосование по доверенности	8	нет данных	8	нет данных

³ Сплит - обмен акций на новые в любой пропорции, когда новых акций дается больше, например, 4 новые акции за одну старую или три новых акции за две старых. Сплит является чисто технической мерой, аналогичной деноминации денежной единицы.

Однако суммарная доходность акций поглощающей и поглощаемой компаний почти всегда растет. Это достигается за счет того, что удачное поглощение ассоциируется с ростом цен акций поглощаемой компании. Их доходность постоянно увеличивалась и достигла 40 процентов за период 1976- 1990 гг. (Jensen, 1993) и 50 процентов в 80-ые годы. Иногда премии становятся просто сумасшедшими. Так, Дюпон при поглощении Коноко заплатила надбавку к рыночной цене, равную 100 процентам.⁴ Наибольшая известная нам надбавка (145 процентов) была уплачена в ходе поглощения компании SCS/Compute Inc. компанией Томсон (Thomson Corp.). Вопрос, насколько оправданы те премии, которые платит поглощающая компания, вызывает большие разногласия среди корпоративных финансистов-теоретиков.

В последующих исследованиях (Morck, Shleifer, and Vishny, 1990) были выявлены некоторые факторы, от которых зависит поведение котировок поглощающих компаний после объявления о поглощении, а именно

- доля поглощающей компании, контролируемая ее высшими менеджерами;
- темп роста поглощаемой компании;
- эффективность операций поглощающей компании;
- наличия технологических связей между поглощаемой и поглощающей компаниями.

Установлено, что те менеджеры, которые владеют небольшой долей акций своей компании, делают худшие приобретения.⁵ Кроме того, при прочих равных эффективные поглощающие компании добиваются большей доходности своих акций после поглощения. Аналогично, более успешными оказываются поглощения в технологически связанных отраслях. Что же касается быстрорастущих и медленно растущих компаний, то оказывается, что выгоднее покупка быстрорастущих.

⁴ Недавно Дюпон и Коноко снова разошлись.

⁵ Этот результат также подтвержден в (Lewellen, Loderer, and Rosenfeld, 1985), где показано, что для акций поглощающей компании доходность сверх нормального уровня с момента объявления о поглощении до момента его завершения положительно коррелирует с долей компании, которой владеют ее менеджеры.

4. Почему поглощения создают стоимость (возможные объяснения).

Ниже мы приводим известные объяснения того факта, что акционеры поглощаемой фирмы получают при поглощении доходы сверх нормального уровня.

1. Акции поглощаемых компаний являются более дефицитными, нежели акции покупателей.
2. В случае тендерного предложения мелкие акционеры выберут тактику безбилетников (free-riders). Они не продадут свои акции в расчете на дальнейший рост цен. Поэтому нужно привлечь их высокой ценой.
3. Во время поглощения появлялась новая позитивная информация об акциях поглощаемой компании/негативная информация об акциях поглощающей компании (информационная гипотеза).
4. У вновь создаваемой компании меньше рисковость активов.
5. Поглощаемая компания обладает уникальным ресурсом (синергетический эффект).
6. Экономия на налогах. Если поглощается компания с убытками, то у новой компании налогооблагаемая прибыль уменьшится на размер этих убытков.
7. Менеджеры поглощающей компании переплачивают (вирусная гипотеза).
8. В ходе поглощения происходит перераспределение в пользу акционеров поглощаемой компании (перераспределительная гипотеза).
9. Поглощаемая компания плохо управлялась, поэтому цена ее акций была низкой, однако она успешно противостояла поглощению. Наконец, сопротивление было преодолено.

Рассмотрим подробно аргументы и эмпирические свидетельства за и против каждой из гипотез. В качестве контрольного вопроса к данной главе предлагается прокомментировать первые две гипотезы. Возможные объяснения см. в ответах на вопросы.

3. Во время поглощения появлялась новая позитивная информация об акциях поглощаемой компании (негативная информация об акциях поглощающей компании).

Существует две разновидности информационной гипотезы. Одна исходит из рациональности рынка, другая - из его иррациональности. Первая утверждает, что акции поглощаемой компании были до поглощения оценены рынком справедливо, но они растут в цене, так как растет в цене сама компания: угроза поглощения заставляет менеджеров компании предпринимать реальные шаги для повышения ее стоимости.

Согласно другой, акции поглощаемой компании до поглощения были недооценены рынком. Поглощение – это сигнал о недооценке акций, и рынок их заново оценивает. Предпринимались попытки показать, поглощаются те компании, цена акций которых ниже “нормальной” цены, например, рассчитываемой, исходя из ниже среднего для отрасли отношения цены акции к прибыли на акцию. Недооценка акций поглощаемых компаний по отношению к среднеотраслевому уровню может свидетельствовать, например, о том, что обычно поглощаются худшие компании. Некоторые экономисты идут дальше, и утверждают, что акции поглощаемой компании были недооценены не только до поглощения, но и сама цена покупки поглощаемой компании занижена. Понятно, что адекватный метода расчета “нормальной” цены изобрести невозможно.

Альтернативное объяснение в рамках той же гипотезы – переоценка средств платежа (оплата акций поглощаемой компании переоцененными акциями поглощающей компании). Действительно, установлено, что реакция рынка по отношению к акциям поглощающей компании лучше, когда она платит за добычу своими акциями, что может трактоваться также как удачная сделка по продаже своих переоцененных акций (по аналогии с выкупом недооцененных). С другой стороны, в таком случае, объявление о

поглощении и оплате акциями одновременно является и плохим сигналом – о переоценке акций поглощающей компании. Получается, как в анекдоте про плохую и хорошую новость: акции поглотителя переоценены, но их удалось продать за эту цену.

В любой из своих разновидностей информационная гипотеза не требует, чтобы поглощение было успешным для того, чтобы акции поглощаемой компании выросли в цене. Однако было установлено, что в случае несостоявшегося поглощения акции сохраняют свой прирост стоимости только в том случае, если за первой попыткой поглощения следует еще одна, а в противном случае цены акций возвращаются на прежний уровень. (Bradley, Desai, and Kim, 1983). Это свидетельство не согласуется с информационной гипотезой.

Рис. 1 Совокупная сверхрыночная доходность акций поглощаемой компании в зависимости от удачности поглощения в 1963-1980.

4. Рисковость активов.

Хорошо известно, что диверсификация активов – это приемлемый мотив поглощения с точки зрения менеджеров, но не акционеров. (Amihud, and Lev, 1981). Как будет показано в 11 главе, вознаграждение высших управляющих компании должно зависеть от цены акций - в общем, случайной величины. Менеджеры должны быть заинтересованы в снижении своего риска, то есть они должны стремиться уменьшить колебания цен акций, например, через диверсификацию активов путем “конгломератного поглощения”. Диверсификация компании однако не в интересах акционеров, так как они сами могут легко диверсифицировать портфель своих акций на финансовом рынке, и диверсификация активов конкретной компании не создает для них дополнительного удобства, даже напротив, издержки на диверсификацию финансового портфеля на рынке гораздо ниже. Предложенная авторами гипотезы проверка этого мотива кажется нам уязвимой.⁶ Кроме того, данная гипотеза в какой-то степени базируется на допущении о

⁶ Амихуд и Лев считают, что свидетельством в пользу того, что менеджеры используют конгломератные поглощения для уменьшения рисковости активов компании и, следовательно, колебаний собственного вознаграждения, является тот факт, что компании, фактически контролируемые менеджерами, чаще “впутываются” в конгломератные поглощения, чем компании, не контролируемые менеджерами. Такое объяснение не бесспорно. Ведь менеджеры, контролирующие компанию, начинают при принятии решений

близорукости менеджеров. Ведь диверсифицированные компании, как правило, хуже управляются, чем сфокусированные на одном типе бизнеса, и в долгосрочной перспективе теряют свою стоимость. Согласно данным одного из исследований (Berger, and Ofek, 1996), средняя диверсифицированная компания в 1986-1991 гг. потеряла около 15 процентов своей стоимости, по сравнению с тем, сколько стоили бы ее части, если бы они были самостоятельными компаниями. Диверсифицированные компании сами становятся легкой добычей для поглощения, то есть их менеджеры сами роют себе яму. Поглотитель же создает стоимость путем усиления специализации компании (продажи частей бизнеса, не связанных с основным).

5. Поглощаемая фирма обладает уникальным ресурсом/синергетический эффект.

Под уникальностью ресурса имеется в виду его относительно более высокая ценность для поглощающей компании. Поглощающая компания, захватив контроль над поглощаемой, может удачно использовать этот ресурс и в результате достигнуть так называемого синергетического эффекта. Стандартное понимание синергетического эффекта – это когда сумма целого больше суммы его частей. Он может проявляться в улучшении производственных показателей: например, если прибыль слившихся компаний больше суммы прибылей этих компаний до слияния. Синергетический эффект достигается, как правило, за счет всевозможной экономии, в частности, на накладных расходах, в также за счет усиления контроля за рынком и т.п.⁷

Несмотря на то, что данное объяснение нам не импонирует, его критику мы тоже считаем не бесспорной. Например, автор “вирусной” гипотезы Ролл (Roll, 1986) рассуждает так. Если поглощение увеличивает стоимость поглощающей компании, то поглощение более крупной “жертвы” должно выражаться в большем приросте стоимости поглощающей компании. Доказано, говорит Ролл, что на практике изменение цен акций поглощающей компании при объявлении о поглощении никак не связано с размером объекта поглощения. Следовательно синергетического эффекта в природе нет.

Логика Ролла не работает для случаев, когда весь синергетический эффект от поглощения достается акционерам поглощаемой компании, а такое возможно. Таким образом, критика Роллом синергетической гипотезы также уязвима. Это означает, что синергетическое объяснение остается среди возможных гипотез.

6. Экономия на налогах.

Экономия на налогах может возникнуть при покупке компании с накопленными убытками. Тогда прибыль поглощающей компании суммируется с убытками поглощаемой компании (в США можно учитывать все убытки, накопленные за прошлые годы). Если бы компания, терпящая убытки в краткосрочном периоде, когда-нибудь стала прибыльной, то тогда она сама могла бы воспользоваться правом зачесть убытки прошлых лет и уменьшить величину налогооблагаемой прибыли на размер накопленных убытков. Этой

действовать не только как менеджеры, но и как собственники! Амихуд и Лев предвидели такую критику. Поэтому они утверждают, что менеджер, чье богатство целиком инвестировано в акции управляемой им компании, не любит риск сильнее, чем инвестор, не принимающий участия в управлении, все богатство которого инвестировано также в одну компанию. Это утверждение сомнительно. Кроме того, дальнейшее доказательство их тезиса базируется на нелинейности зависимости вознаграждения менеджера от доходов компании (у собственника зависимость линейно-пропорциональная). Однако, чем большую долю доходов менеджеры компании получают в виде доходов по акциям, то есть как собственники, тем меньше эта нелинейность!

⁷ Синергетический эффект, как будет видно ниже, может возникать из-за перераспределения денежного потока компании, и, таким образом, граница между синергетической и перераспределительной гипотезой несколько размыта.

налоговой льготой не могут воспользоваться лишь компании, которым предстоит ликвидация или банкротство. Для них имеет смысл “продать” свою налоговую льготу прибыльной компании путем слияния с ней.

Второй налоговый мотив - купленная компания может быть преобразована из акционерного общества в товарищество, что позволяет избежать двойного налогообложения - прибыли и дивидендов, но такое преобразование возможно и без поглощения.

До налоговой реформы 1986 г. при поглощении существовала также возможность еще раз амортизировать уже амортизированные активы покупаемой компании, при этом у купленной компании не возникало налога на разницу между остаточной стоимостью активов и их продажной ценой.⁸ Перед отменой этого налоговой лазейки в декабре 1986 г. прошла мощная волна слияний, что свидетельствует о том, что компании этой налоговой льготой охотно пользовались.

Важно также, что при поглощении, как правило, используется долг, а проценты по долгу относятся на себестоимость. Однако, опять же, увеличить долю долга в пассивах можно и без поглощения.

Анализ фактов говорит о том, что при поглощении экономия на налогах может быть существенной, но все же этот мотив при поглощении редко встречается и, как правило, не является решающим.

7. Вирусная гипотеза.

Вирусная гипотеза состоит в том, что поглощениями занимаются менеджеры особого типа, пораженные вирусом «самоуверенности». Эти менеджеры ошибочно полагают, что они лучшие управленцы, чем другие, и смогут окупить вложения, даже если сильно переплатят за активы. Именно поэтому они переплачивают за покупаемые компании. Лучшим свидетельством в пользу данной гипотезы служил бы тот факт, если бы объявление о поглощении вело к снижению котировок поглощающей компании. Поэтому автор гипотезы Ролл строит свое доказательство на критике корректности расчетов, показывающих рост котировок (Roll, 1986). Кроме того, он находит более “тонкие” свидетельства в пользу своей гипотезы. Например, Роллом справедливо замечено, что если бы поглощение было выгодно для поглощающей компании, то в ожидании успеха цена ее акций увеличивалась бы с момента объявления о поглощении вплоть до самого поглощения, по мере того, как росла бы вероятность успешного поглощения. А этого не происходит.

Критика вирусной гипотезы сходна с логикой доказательства основного утверждения неоклассической экономической теории о том, почему все компании (инвесторы) максимизируют прибыль. Если кто-то этого не делает, то все богатство постепенно переходит к максимизаторам. Также и здесь. Почему покупатели так богаты, если они все время переплачивают?

Этот аргумент не бесспорен. Поглощение – это не ежедневное мероприятие. Команда менеджеров успевает за время управления компанией совершить одно или два поглощения, а этого не достаточно, чтобы потерять все накопленное предыдущей командой. Больных менеджеров могут сменить здоровые, а вирус может поразить менеджеров другой компании.

⁸ Поясним это на условном примере. Допустим, компания купила оборудование за 1000 долл. и амортизировала его на 90%. На ее балансе это оборудование теперь числится за 100 долл., однако оно находится в хорошем рабочем состоянии. Компания Б поглотила компанию А, при этом за данное оборудование она заплатила 500 долл. У компании А не возникает налог на 400 долл. – разницу между балансовой стоимостью и ценой продажи оборудования, а компания Б может амортизировать оборудование стоимостью не 100 долл., а 500.

8. Перераспределительная гипотеза.

Суть перераспределительного объяснения (Shleifer, and Summers, 1988) заключается в том, что в ходе враждебного поглощения можно осуществить перераспределение в пользу акционеров поглощаемой компании и сократить доходы других групп, к которым могут относиться, например, рабочие и местные власти. Так, например, закрытие роскошной штаб-квартиры поглощенной компании может интерпретироваться как разрыв негласного контракта с ее обитателями. Дело в том, что даже если населяющие ее менеджеры не очень эффективны, они могут рассматривать свое присутствие в головном офисе компании как заслуженное вознаграждение за долгую службу на благо компании на более низких уровнях управления, где они приносили реальную пользу делу. Из перераспределительной гипотезы следует, что эффективность новой команды менеджеров с точки зрения общества в целом не следует измерять ростом котировок поглощаемой компании, так как они могут отражать и факт перераспределения в пользу акционеров денежных потоков компании. Свидетельства в пользу данной гипотезы остаются на уровне отдельных примеров.⁹

Мы заимствуем пример у авторов гипотезы. В 1985 году авиакомпания TWA была захвачена специалистом по поглощениям Карлом Иканом. Известно, что акционерный капитал TWA состоял из 33 млн. акций, перед началом поглощения они котировались по 8 долл. Икан купил на рынке 40 процентов акций компании по цене от 8 до 24 долл. а остальные путем тендерного предложения. Совокупная уплаченная им надбавка к рыночной цене акций до начала поглощения составила, по оценкам, около 300-400 млн. долл. После поглощения Икану удалось перезаключить контракт с 3000 пилотов, которые получали 90 тыс. в год, и уменьшить их зарплату на 30 процентов. Он также сократил зарплату 3500 стюардессам, получавшим 35 000 долл. в год, на 15 процентов, 2500 недовольных были уволены и на их место наняты неквалифицированные девушки, согласившиеся на зарплату 18 000 долл. По другим источникам, новенькие получали от 12 000 долл. Справедливости ради надо отметить, что зарплата стюардесс TWA перед поглощением почти в два раза превышала среднюю по отрасли. (Bruck, 1988, chapter 8). Общая экономия составила около 200 млн. долл. в год. Чистая приведенная стоимость этой экономии при 25 процентной норме дисконта, соответствующей рисковым вложениям, равна 800 млн., что с лихвой окупает уплаченную надбавку.¹⁰

9. Приобретение плохо управлявшейся, но успешно защищавшейся компании.

Наконец, последняя версия – приобретение плохо управлявшейся, но успешно защищавшейся компании, то есть распространение эффективного управления на территорию неэффективной компании. При этом одним из методов повышения эффективности может являться та же дедиверсификация, то есть продажа непрофильных подразделений. С другой стороны, так называемая успешная оборона компании от

⁹ В более поздних работах авторы перераспределительной гипотезы, ссылаясь на другие исследования, сами признают, что для США в среднем перераспределение доходов компании в пользу ее акционеров в результате поглощения относительно невелико (Shleifer, and Vishny, 1996, p. 36).

¹⁰ Отвлекаясь от сущности перераспределительной гипотезы, добавим, что Икану удалось очень много заработать на поглощении TWA и по независящим от него причинам. Так, в 1986 г. произошло существенное снижение цен на нефть, которое позволило компании сократить расходы на топливо на 100 млн. долл. в годовом исчислении. Кроме того, политика Икана была нацелена на сиюминутное увеличение денежных поступлений: он перестал инвестировать в покупку новых самолетов, что привело к старению парка, продал 50% системы предварительного бронирования билетов, которую использовала TWA, ее конкуренту – компании NorthWest за 200 млн. долл. (Сначала он планировал вообще изъять эту систему из компании, а затем сдать ей же в аренду за 25 млн. долл. в год.)

поглощения, как правило, не в интересах акционеров компании (объяснение – в следующем параграфе).

Как читатель уже мог догадаться, некоторые из приведенных выше объяснений одновременно являются объяснениями того, почему доходность акций поглощающей компании в результате объявления о поглощении становится близкой к нулю, если не отрицательной. Это объяснение предлагается гипотезой о снижении риска (медвежьей услуге для акционеров поглощающей компании) и вирусной гипотезой, согласно которой менеджеры в чистом виде осуществляют действие, снижающее стоимость акций своей компании.

Судя по всему, стимулы и факторы, направляющие операции поглощения, достаточно разнообразны и не допускают единого объяснения. В ряде случаев мотивы и источник выгоды бесспорны, как, например, когда в результате поглощения возникают существенные налоговые льготы. В многих других случаях выгоды не столь очевидны.

5. Сопротивление поглощению: защита прав акционеров или окапывание менеджеров.

В случае недружественного поглощения менеджеры обычно сопротивляются поглощению. Защита от поглощения может включать следующее:

1. Подкуп потенциального покупателя.
2. Попытки доказать в суде, что поглощение противоречит антимонопольному законодательству.
3. Сохранение в составе компании регулируемого бизнеса, например, радиостанции. Тогда покупатель должен испрашивать разрешение на сделку у государственных органов.
4. “Противопоглотительные” статьи устава, называемые “отпугивателями акул” (shark repellants), как-то: медленное переизбрание Совета Директоров, например, по одной трети членов в год; решение большинства вопросов квалифицированным большинством и, соответственно, высокая планка для квалифицированного большинства; требование выкупа акций у меньшинства по цене, уплаченной за контрольный пакет и т.п.
5. Схемы участия работников компании в ее капитале. Казалось бы, работники компании могут продать свои акции поглощающей компании как и любые другие акционеры. Однако подобные планы обычно предусматривают, что акции компании покупаются на заемные средства. Купленные акции депонируются в качестве залога. Голосование по ним осуществляется менеджерами компании.
6. Спешный выкуп компании менеджерами в кредит или приглашение дружественного инвестора – белого рыцаря (часто оказывается серым и проводит реструктуризацию).
7. Срочная реструктуризация с целью повышения цены акций.
8. Ядовитые пилюли. Если поглощающая компания покупает большой пакет акций поглощаемой компании, то на нее ложатся практически невыполнимые финансовые обязательства, обычно, это выплаты акционерам поглощаемой компании.
9. Соглашения о непоглощении (standstill agreements). Они заключаются, причем добровольно, когда поглощающая компания купила большой пакет акций сопротивляющейся поглощению компании, которого, однако, недостаточно для того, чтобы контролировать Совет Директоров. Соглашение обычно предусматривает, что поглощающая компания воздерживается от увеличения своей доли в поглощаемой компании в течение нескольких лет и не голосует по доверенности акциями других акционеров. Эти соглашения могут сопровождаться выкупом части акций у поглощающей компании по цене выше рыночной. Один из

приводимых ниже примеров выявляет причины, по которым поглощающая компания может заключать такие соглашения.

Некоторые утверждают, что при защите от поглощения менеджеры поглощаемой компании действуют в интересах акционеров. Аргумент строится так. Федеральная комиссия по ценным бумагам США требует пропорционально распределять среди всех акционеров сумму, уплаченную при поглощении. Эта сумма распределяется пропорционально независимо от того, какое по счету из тендерных предложений было принято конкретным акционером. В этом случае у акционера есть стимул принять первое предложение, а если цена предложения впоследствии будет повышена, то он ничего не потеряет, ведь поглощающая компания обязана будет компенсировать ему разницу. Противопоглощительные действия менеджеров сдерживают это стремление акционеров принять слишком низкое по цене предложение. Менеджеры, действуя в интересах акционеров, на самом деле стараются не защититься от поглощения в принципе, а сделать цену выкупа акций у существующих акционеров максимальной.

Мы видим проблему с таким объяснением мотивов поведения менеджеров. Во-первых, не всякие противопоглощительные меры обязательно ведут к росту цены выкупа акций у существующих акционеров. Во-вторых, противопоглощительные действия вызывают увеличение затрат на поглощение, а, следовательно, уменьшают его вероятность. Какой эффект (роста цены выкупа или уменьшение вероятности того, что сделка в принципе состоится) перевешивает, можно установить только эмпирически. Факты же говорят о том, что защита от поглощения не в интересах акционеров. Так, установлено, что одобрение ядовитой пилюли вызывает падение цен акций примерно на 1,3 процента в случае, если компания уже стала объектом поглощения (Ryngaert, 1988). Это означает, что эффект уменьшения вероятности поглощения доминирует. Если компания, согласно публичной информации, объектом поглощения не является, то колебаний цен не обнаруживается.¹¹

Другой способ показать, что менеджеры действуют в своих интересах, – это посмотреть, в каких случаях они сопротивляются поглощению, а в каких – нет. Установлено (Walking, and Long, 1984), что поведение менеджеров связано по крайней мере с двумя факторами. Было обнаружено, что в случаях сопротивления поглощению (по сравнению с теми, когда сопротивления со стороны менеджеров не было): 1) поглощение грозило менеджерам более сильным понижением личных доходов, 2) в результате поглощения менеджеры получили бы гораздо меньшую надбавку *в абсолютном выражении* (имеется в виду на свои акции!) к рыночной цене акций. Второй фактор ни в каком случае не является проявлением заботы об акционерах компании. Причина в следующем. Авторы исследования не обнаружили почти никакой разницы в относительном размере надбавки (в процентах к рыночной цене акций), предлагавшейся поглощающей компанией, между случаями сопротивления и его отсутствия. Так, для исследуемой выборки эта надбавка в случаях сопротивления поглощению составила в среднем 45,5 процентов, а в случае отсутствия сопротивления – в среднем 48,8 процентов! В то же время разница в приросте личного богатства как у генерального директора поглощаемой компании, так и у двух самых высокопоставленных ее менеджеров в тех случаях, когда они не сопротивлялись поглощению, была в среднем в три раза выше, чем в тех случаях, когда они сопротивлялись!

Существенный разброс в приросте личного богатства может объясняться тем, что у менеджеров некоторых компаний контрактом предусмотрены так называемые золотые парашюты – существенная компенсация в случае поглощения. В уже неоднократно упоминавшемся поглощении РДжиР Набиско, по оценкам Бизнес Уик, «размер» золотого парашюта Р. Джонсона, генерального директора компании, составил 53 млн. долл.

¹¹ Это может свидетельствовать о том, что информация об одобрении пилюли одновременно является информацией о готовящемся поглощении. Одобрение пилюли вызывает падение котировок, информация о поглощении – рост, и эти эффекты компенсируют друг друга.

Эффективность золотых парашютов невозможно однозначно оценить с точки зрения конфликта менеджеров и акционеров. Вот аргументы “против”:

- “доуправлялся” и еще и вознаграждение получил;
- менеджеры не будут иметь стимула эффективно управлять и повышать стоимость акций компании;
- согласятся дешево продать компанию путем слияния;
- огромные выплаты «парашютистам» обогащают менеджеров за счет акционеров.

А это аргументы “за”:

- менеджеры не будут сопротивляться поглощению любой ценой за счет своих акционеров;
- возможна увязка размера парашюта с размером премии, уплаченной акционерам поглощенной компании.

1. Примеры сопротивления поглощению.¹²

Ядовитые пилюли были придуманы в 1983 г. американской компанией Ленокс (Lenox). Одной из первых была пилюля компании Хаусхолд Интернешнл (Household International). Компания запретила своим акционерам продавать акции в сделках, ведущих к слиянию, без согласия Совета Директоров компании, если совокупная (на все акции) надбавка, уплачиваемая покупателем, не превышала 6 млрд. долл., что составляет 300 процентов от рыночной цены акций на тот момент. Этот случай знаменит тем, что компании удалось отстоять свое решение в суде и создать прецедент. Это вызвало широкое распространение практики изобретения ядовитых пилюль.

Знаменитой является также ядовитая пилюля компании Краун Зеллербах (Crown Zellerbach), похожая на предыдущую. Частный инвестор Джеймс Голдсмит обратился к руководству компании с предложением о дружественном поглощении и требованием ликвидировать ядовитую пилюлю. Это предложение было отвергнуто компанией. Тогда Голдсмит скупил контрольный пакет компании Краун на рынке. В этом случае наличие пилюли требовало от инвестора либо отказаться от планов слияния Краун с другой компанией и всех связанных с этим плюсов, либо выплатить акционерам огромную надбавку, что делало любое поглощение бессмысленным. Голдсмит не сделал ни того, ни другого и все равно победил. Как оказалось, пилюля не запрещала ликвидировать компанию, что он и сделал, так как имел контрольный пакет. Ликвидация оказалась выгодной.

Нам хотелось бы привести еще один случай защиты от поглощения, относящийся к “другим” методам. События произошли в 1984 году. Компания Меса Петролеум, которая являлась одним из крупных акционеров компании Юнокал (Unocal), решила поглотить ее. Она предложила *всем* акционерам компании по 54 долл. за акцию и собиралась расплатиться долларами и долговыми обязательствами в равной пропорции. Рыночные котировки акций Юнокал на тот момент составляли 46 долл. Юнокал сделала такое контрпредложение своим акционерам: продать акции самой компании по 72 долл. за штуку, однако Юнокал намеревалась купить лишь 29 процентов акций. Это предложение касалось всех акционеров, кроме Месы. Суд признал предложение законным. Общие потери акционеров, совершившись эта сделка, составили бы 1,1 млрд. долл. Это разница между рыночной капитализацией компании в случае принятия тендерного поглощения компании Меса, (54 долл. за акцию) и рыночной капитализацией из расчета 72 долл. за 29 процентов и 35 долл.¹³ за оставшиеся 71 процент, что составляет средневзвешенную цену около 46 долл. за акцию.

¹² Взяты из статьи Дженсена (Jensen, 1992).

¹³ Это расчетная рыночная цена невыкупаемых акций (исходя из средних показателей по отношению к рыночной цене до тендерного предложения для подобных сделок).

В результате Меса и Юнокал пошли на переговоры и заключили договор, согласно которому часть акций из выкупаемых 29 процентов выкупалась у компании Меса. Та взамен обязалась воздерживаться от попыток поглощения в течение последующих 25 лет, а на общих собраниях акционеров голосовать не всеми своими акциями, а пропорционально доле участвующих в собрании акционеров. То есть если у Месы 15 процентов акций, а на собрании присутствует половина акционеров, то Меса будет голосовать лишь 7,5-процентным пакетом.

Решение суда по данному случаю единодушно считается экономистами необоснованным, вопиющим случаем нарушения прав акционеров компании. Одна из причин вынесения положительного решения судом, как нам кажется, состоит в моральном климате вокруг сделки. Дело в том, что попытка Месы захватить Юнокал напоминает известное выражение из басни Крылова «моська лает на слона». Юнокал гораздо более крупная компания. Меса, не обладая собственными ресурсами для проведения сделки и не имея возможности эмитировать низкорисковые облигации, собиралась расплачиваться «мусорными» бумагами. Однако это личное дело акционеров – соглашаться на оплату акций этими бумагами или нет.

Надо отметить, что в последнее время суды США считают ядовитые пилюли и подобные защитные меры противоречащими интересам акционеров и выступают за их отмену.

Список литературы

1. Amihud Y., and B. Lev 1981. "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*,
2. Bearle A., and G. Means 1933. "The Modern Corporation and Private Property", NY: MacMillan
3. Berger Ph., and E. Ofek 1996. "Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms", vol. 51, # 4
4. Bradley M., A. Desai, and E. Kim 1983. "The Rationale Behind Interim Tender Offer", *JFE*, vol. 11
5. Bruck C. 1988. "The Predator's Ball", NY:Penguin Books
6. Burkart M. 1995. "Initial Shareholding and Overbidding in Takeover Games", *JF*, vol. 50, # 5
7. Dodd P. 1992. "The Market for Corporate Control: A Review of Evidence", in "The Revolution in Corporate Finance", Stern J. and D. Chew ed., Cambridge: Blackwell
8. Eckbo E. 1983. "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *JFE*, vol. 11
9. Harris M. and A. Raviv 1988. "Corporate Control Contests and Capital Structure", *JFE*, vol. 20
10. Jensen M. 1992. "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence" in "The Revolution in Corporate Finance", Stern J. and D. Chew ed., Cambridge: Blackwell
11. Jensen M. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems", *JF*, vol. 48, # 3
12. Jensen M., and R. Ruback 1983. "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", *JFE*, vol. 11, April
13. Larcker D. 1992. "Managerial Incentives and Mergers and Their Effect on Shareholders Wealth" in "The Revolution in Corporate Finance", Stern J. and D. Chew ed., Cambridge MA: Basil Blackwell
14. Lewellen W., C. Loderer, and A. Rosenfeld 1985. "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7
15. Lintner J. 1971. "Expectation, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Market", *AER*, vol. 61 (May)

16. Malatesta P., and R. Walkling 1988. "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure", *JFE*, vol. 20
17. Mandelker 1974. "Risk and Return: The Case of Merging Firms", *JFE*, vol. 1 (December)
18. Manne H. 1965. "Mergers and the Market for Corporate Control", *JPE*, vol. 73, # 2
19. Mitchell M., and J. Mulherin 1996. "The Impact of Industry Socks on Takeover and Restructuring Activity", *JFE*, vol. 41
20. Morck R., A. Shleifer, and R. Vishny 1990. " Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions", *JF*, vol. 54, #1 (December)
21. Palepu K. 1986. "Predicting Takeover Targets", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8.
22. Roll R. 1986. "The Hibrus Hypothesis of Corporate Takeovers", *JB*, vol. 59, # 2.
23. Ryngaert M. 1988. "The Effects of Poison Pills Securities on Shareholder Welth", *JFE*, vol. 20
24. Shleifer A., and L. Summers 1988. "Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Corporate Takeovers: Couses and Consequences", ed. A. Auerbach, Chicago: University of Chicago Press
25. Shleifer A., and R. Vishny 1996. "A Survey of Corporate Governance", *NBER Working Paper*, # 5554, April
26. Shleifer A., and R. Vishny 1990. "The Takeover Wave of the 1980", *Science*, (August)
27. Stillman R. 1983. "Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers", *JFE*, vol. 11
28. Walking R. and M. Long 1984. "Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance", *Rand Journal of Economics*, vol. 15 (Summer)