

К.В. Криничанский

РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КАК СРЕДА РЕАЛИЗАЦИИ ФУНКЦИИ СТИМУЛИРОВАНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЕЙ И МЕНЕДЖЕРОВ

ВВЕДЕНИЕ

Современный тип организации и финансирования предприятий характеризуется тем, что сами предприятия, их уровни управления вынуждены функционировать в условиях открытой и достаточно агрессивной среды. Данная среда представляет собой своего рода оборотную сторону сформировавшихся институтов, опосредующих движение прав собственности на активы, прежде всего – фондового рынка. В литературе начиная с 1960-х гг. соответствующий рынок, когда речь заходит о совершении на нем сделок с крупными пакетами бумаг, таких, когда затрагивается структура прав собственности и происходят изменения в составе субъектов, осуществляющих контроль, получил название рынка корпоративного контроля и рынка слияний и поглощений (Mergers & Acquisitions, M&A).

Таким образом, фондовый рынок наряду с другими важными функциями в экономической системе выполняет определенную функцию, непосредственно затрагивающую мотивационную сторону как предпринимателей или собственников активов, так и менеджеров. Будем называть ее функцией стимулирования предпринимателей и менеджеров¹. Суть рассматриваемой функции заключается в следующем. Функционирование развитого рынка ценных бумаг позволяет персонифицированным бенефициариям, представляющим в экономической системе высшие страты иерархии в секторе фирм, максимизировать доход и уровень богатства не только через деятельность данных фирм на собственных рынках (то есть с помощью получения факторного дохода, будь то прибыль, дивиденды – для собственников или вознаграждение – для управляющих), но и с помощью совершения сделок на рынке слияний и поглощений. Существование развитого (ликвидного, диверсифицированного) рынка ценных бумаг подталкивает, стимулирует одних предприимчивых людей учреждать компании, проводить процедуру инкорпорирования или улучшать свой бизнес, так как создает понятную и прозрачную процедуру выхода из бизнеса и

¹ Следует подчеркнуть, что тогда как теория стимулирования наемного труда является достаточно глубоко и всесторонне развитой продвинутой частью экономической теории, теория стимулирования предпринимательства, имея определенные заделы в разделах микро- и макроанализа, требует более предметной и проработки и систематизации.

получения конечного вознаграждения за свою деятельность². Другим агентам данный рынок позволяет строить стратегии, в рамках которых они планируют расширение собственного (или находящегося под их управлением) бизнеса. Уточним еще раз, что речь идет не о доходах в форме вознаграждения за участие в управлении компанией и не о дивидендах, а о потенциальных доходах (реализованном богатстве) в форме полученных за свои акции (свою долю в капитале) денежных средствах.

Рассматривая кластер фирм, которые уже действуют на рынках и находятся, как следствие, в системе конкурентных отношений, обнаружим, что и их владельцы получают сигналы с помощью рынка ценных бумаг, которые стимулируют их экономическую активность либо даже создают прямые стимулы для конкретных действий. Во-первых, это могут быть сигналы об успехах конкурентов (опережающий темп роста акций конкурентов). Во-вторых, это сигналы, в которых разгадывается возможность получения наличности или умножения богатства путем совершения сделки (сделок) слияния или поглощения. При этом в выигрыше могут оказаться как фирма-«агрессор», так и фирма-«цель».

Итак, функция стимулирования предпринимателей и менеджеров является сложной цепочкой установления экономических мотивов, создания хозяйственной системой институциональных условий и следующих за всем этим действий экономических агентов. Значимость институтов рынка ценных бумаг в выполнении этой функции заключается в том, что они, во-первых, формируют ясные ориентиры и стимулы в предпринимательской среде, во-вторых, обеспечивают механизм реализации поставленных агентами целей (максимизации богатства). Как результат, следование агентов предлагаемым способам действий, во-первых, стимулирует экономическую активность, а, во-вторых, способствует инновационной практике (если инвестирующая публика готова адекватно оценивать новые технологии и кластеры экономики). В пользу этого говорит анализ содержания нескольких исторических процессов, в т. ч. наблюдавшегося в США и некоторых европейских странах в 1990-е гг., получившего название «периода бума компаний новой экономики»³. В настоящей работе предлагается рассмотрение более ранних примеров того, когда учредительная активность,

² Согласно нашему предположению, такая возможность сама по себе является достаточным мотивом для того, чтобы экономический агент (физическое лицо или предприятие) самостоятельно или в составе некоторого общества принялся за ведение бизнеса в ожидании именно такой формы вознаграждения.

³ Несмотря на имеющуюся критику содержания самого понятия «новой экономики», нужно признать, что учредительская и торговая активность данного периода имела эффект стимулирования новых разработок в промышленности, технологиях, управлении и организации бизнес-процессов, что, в частности, проявилось в достаточно безболезненном преодолении последующего краткосрочного спада ведущих экономик в начале 2000-х гг.

активность на рынке M&A, сыграла важную роль для становления самого корпоративного сектора, устанавливая некоторые правила конструирования крупного бизнеса, предлагая свой баланс интересов менеджеров и акционеров

Важнейшими субъектами рассматриваемого нами рынка являются компании, осуществляющие стратегию экспансии через практику поглощения других компаний. Нас интересуют вопросы обоснования выбранной стратегии с точки зрения собственников компаний-агрессоров и способа согласования интересов менеджеров и собственников-акционеров.

Объектом анализа в нашем случае будет компания, по своим признакам относимая к категории конгломерата. Целью анализа будет выявление причин, определение факторов и приемов, благодаря которым конгломерат, осуществляя практику поглощений, обеспечивает для своих акционеров (в сравнении с акционерами других корпораций) более высокую эффективность от владения акциями, реализуя тем самым стимулирующую функцию фондового рынка. Таким образом, более узко, объектом анализа является «поглощающий» конгломерат. Такая компания, в нашем случае, должна отвечать двум основным характеристикам: 1) быстрое расширение через поглощения, 2) диверсификация, и, предположительно, должна при этом обеспечивать лучшую эффективность с позиции ее акционеров.

В качестве актуализации рассмотрим предварительно некоторые вехи развития рынка M&A и аспекты активизации слиятельной активности за период с конца XIX в. по настоящее время.

1. Волны слияний и поглощений: конец XIX – начало XXI в.

Охарактеризуем периодизацию слияний и поглощений компаний на примере крупнейшего для данных сделок рынка США. Период рубежа XIX–XX вв. и вплоть до 1920-х гг. был периодом господства горизонтальных объединений, особенно в металлургических отраслях. Преобладающей формой компаний являлись многослойные (многофирменные) публичные акционерные общества. В 1930–1940-е гг. на рынке M&A наблюдалась низкая активность. Период 1950–1960-х гг. – это период расцвета поглощающих конгломератов, выросших из программ захвата и стратегий диверсифицированных приобретений.

Природа (мотивы и предпосылки) слиятельной активности не были одинаковы в течение времени. В течение XX века произошло несколько волн активности на рынке M&A, для каждой из которых были характерны свои причины и особенности мотивации. Первым из заметных переходов был переход от преобладания крупных горизонтальных многофирменных консолидаций к преобладанию конгломератов, поглощающих менее родственные фирмы. Он был обусловлен и прошел через изменения природы институциональных и других элементов в среде слияний, включая антитрестовское законодательство, акты по

регулированию рынка ценных бумаг и т. п. Одновременно с изменениями среды происходили изменения в области мотивации слияний и поглощений в сторону, противоположную образованию монополий, не связанную с экономией от масштаба и т. п.

Наиболее полные исторические вехи агрегированной корпоративной слиятельной активности измеряются ежегодным числом ликвидирующихся промышленных и добывающих фирм. В качестве объекта в работе взята экономика США периода 1895–2005 гг. Данные изображены на рисунке 1.

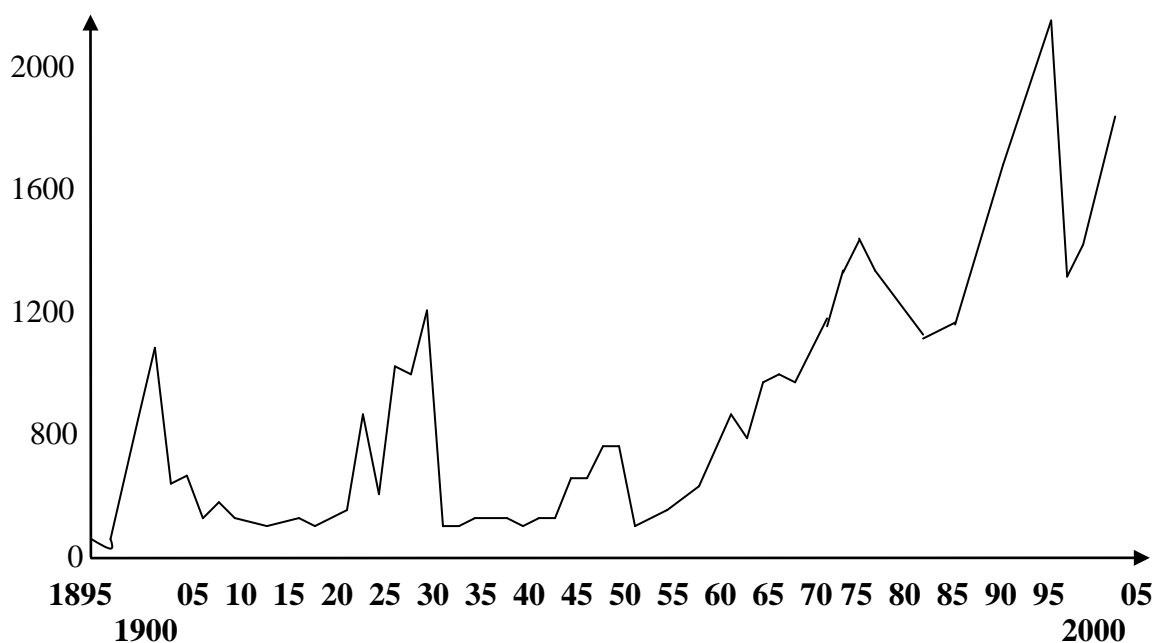


Рисунок 1. Ежегодные ликвидации предприятий в промышленности США через слияния

Рисунок показывает наличие пяти пиков активности: I – проявивший себя в самом начале XX в.; II – в к. 1920-х гг.; III – начавшийся после Второй Мировой войны и продлившийся с большими скачками начиная с 1955 г. до середины 1970-х гг.; IV – пик 1990-х гг., V – начавшийся в 2002–2003 гг. и развивающийся в настоящее время.

Провозвестником ранней волны слияний была организация в 1879 г. треста *Standard Oil*. В нем было сосредоточено около 90 % нефтеперерабатывающих мощностей Соединенных Штатов и почти такой же процент трубопроводов для транспортировки нефти. После этого в 1884–1887 гг. были созданы *Cottonseed Oil Trust*; *Linseed Oil Trust*; *National Leed Trust*; *Distellers & Cattle Feeders Trust*; *Sugar Trust*. Позднее наиболее влиятельными объединениями стали *Diamond Match Company* (1889); *American Tobacco Company* (1890); *United States Rubber Company* (1892); *General Electric Company* (1892).

Следующий период конгломеративных слияний начался после 1895 г. Его наивысшая слиятельная активность приходится на пятилетие с 1898 по 1902 г. В

течение 1895–1904 гг. было зафиксировано 3 012 ликвидаций фирм через слияния, с общей капитализацией новоявленных компаний 6,91 млрд. долл. Около трети этой активности было зарегистрировано на пике – в 1899 г. (1 208 ликвидации и 2,26 млрд. долл. капитализации).

В типичном горизонтальном объединении образовывалась одна крупная корпорация с доминирующей позицией в отрасли. 170 ликвидированных фирм сформировали *US Steel Corporation* с долей рынка, оцениваемой в 65 %; 162 фирмы были поглощены *American Tobacco*, получившей в результате до 90 % рыночной доли; 65 ликвидированных фирм преобразовались в *E.I. du Pont de Nemours*, получившей 85 %-ную долю рынка.

Частичное объяснение появления такого периода в истории корпораций кроется в институциональном развитии, обеспечившим среду для таких соединений. Во-первых, это активно развивающиеся фондовые рынки, открывавшие возможности для привлечения капитала и осуществления сделок по приобретению компаний. Во-вторых, это развитие законодательства. В начале XIX в. корпоративное законодательство США было очень жестким. Дж. Стиглер раскрывает, в чем это выражалось: корпорации не могли держать акции других корпораций, слияния не допускались; на корпоративную капитализацию устанавливались лимиты, а изменение величины капитала общества требовало единогласного одобрения акционеров [16. – Р. 28].

В 1899 г. в Нью-Джерси было положено начало снятию многих ограничений: было устранено ограничение на холдинговые компании. Предпосылкой для крупных выпусков ценных бумаг, которые сопровождали множество ранних слияний, как уже отмечено, была организация крупномасштабного рынка капитала. В свою очередь и консолидационное движение обеспечило базис для развития рынка ценных бумаг. Здесь, как и во многих экономических явлениях, трудно дифференцировать причину и следствие. Однако то, что это был период значительного развития рынка корпоративных ценных бумаг, – вне всяких сомнений. Число эмиссий, включенных в листинг Нью-Йоркской Фондовой биржи, увеличилось со 150 в 1875 г. до 400 в 1900 г., а количество ежегодно продававшихся акций выросло с 50 млн. в 1895 г., до 250 млн. в 1901 г. Торговая активность 1901 г. была превзойдена только в 1919 г.

Если вновь вернуться к роли и значению рынка ценных бумаг в процессе корпоративной эволюции, то стоит отметить еще один фактор, повлиявший как на появление новых корпоративных форм и новых типов трансакций с собственностью. Рынок ценных бумаг был важен в тот и последующие периоды не только в том, что сделал технически возможным осуществление крупных консолидаций, но и в том, что обеспечил арену для действия профессиональных учредителей. Дело в том, что некоторые бизнесмены были активными конкурентами и не легко отказывались от антипатий и подозрений, порожденных конкуренцией. Это накладывало ограничения на встречно ориентированные,

добровольные шаги к консолидации. В этих условиях сенсационный процесс трестовского движения был возможным только благодаря существованию группы удачливых, агрессивных учредителей, способных с максимальной пользой и небескорыстно использовать благоприятность деловой ситуации, осуществляя сделки по объединению компаний. Однако удача была на стороне меньшинства. При этом высокое число банкротств среди объединений первой волны подтверждает, что мотивировкой ранних слияний, вероятнее всего, были именно учредительские прибыли, а не действительная экономия⁴.

В литературе, однако, преобладает мнение, что среди целей слияний преобладало устранение конкуренции и достижение монополистического положения (монопольной прибыли, контроля над рынком). Во многом крупные тресты и объединения раннего периода по своему содержанию отвечали признакам монополии или олигополии. Но, как полагают некоторые авторы, специализирующиеся на изучении иных эффектов сделок по слияниям и поглощениям (см. п. 2 и 3), например, Г. Линч, монопольное положение было в первую очередь результатом процесса и только во вторую – мотивом [10].

Другим фактором мотивации являлось ожидание увеличения прибылей в результате экономии от масштаба. Однако, по мнению некоторых авторов, мотив экономии тоже был не доминирующим. Финансисты, профессиональные «рейдеры» и имевшие выдающийся успех бизнесмены, активные в раннем объединительном периоде были сильно подвергнуты именно психологическим мотивам. В действительности же никакие возможные источники мотивации или благоприятствование внешней среды не могут рассматриваться по отдельности, как достаточные для объяснения этого либо любого другого периода слиятельной активности.

В последней трети XIX в. повсеместно стала применяться заводская система производства. Колонизация и расширение железнодорожной сети увеличили рынки и сделали возможным крупномасштабное производство. Технологические инновации умножили производительные силы и способности производства в большом масштабе через автоматизацию, специализацию и стандартизацию. Государственные корпоративные законы в 1880–1890-х гг. были смягчены. Шермановский Акт, объявлявший нелегальными «каждое соглашение, объединение... или сговор в торговле или коммерции...», был проведен в 1890 г. Но при первых же его испытаниях он оказался применимым только в торговле и чрезвычайно трудно применимым для споров в сфере промышленного производства. Между тем в этот же период значительно развивалась Нью-

⁴ Неудачи первой слиятельной волны не могут рассматриваться как аргументы против изучения рынка ценных бумаг как среды стимулирования предпринимателей и менеджеров. Как раз наоборот, очевидно, что такая среда начала свое формирование в этот период, однако отсутствие опыта в осуществлении подобных сделок и другие факторы негативно отразились на конечных результатах их реализации.

йоркская фондовая биржа как эффективный национальный рынок корпоративных ценных бумаг, обеспечивая базу для крупных эмиссий (являющихся необходимым условием для множества объединений). Цены на акции к пику 1901 г. по сравнению с уровнем 1897 г. поднялись на 83 %. Кроме того, это был период быстрой экспансии бизнеса, сопровождающийся благоприятными ожиданиями. Промышленное производство увеличилось за 1896–1901 гг. на 57 %. Все это, в совокупности с рассмотренными выше психологическими мотивами создало достаточные предпосылки для первой волны слияний.

Основная мотивация для участников заключалась в ожиданиях учредительских прибылей, увеличения власти и престижа, монополистических прибылей и экономии от масштаба. То, что затем последовало, должно быть, явилось до некоторой степени психологической цепной реакцией, и успехи объединения в одной отрасли порождали слияния в других. Слияния проводились быстрыми темпами, и большая часть существовавшего потенциала для объединений в американской промышленности исчерпалась за несколько лет.

Упадок слиятельной активности был в равной мере быстрым. В 1901 г. начался спад на рынке ценных бумаг. Цены акций убывали сначала постепенно, затем гораздо быстрее, дойдя в 1903–1904 гг. до паники («*Rich Man's Panic*»). С 1901 к 1903 г. рыночные цены упали на 40 %. В то же время, в 1903–1904 гг. произошло и сокращение общей деловой активности. Характерной особенностью заката первой эры слияний была и перемена отношения к ним со стороны Федерального правительства США. В 1903 г. *Bureau of Corporations*, ставшее позднее *Federal Trade Commission*, начало расследование в отношении *Standard Oil*, *American Tobacco* и других объединений. Первая волна слияний подошла к своему завершению.

Следующим периодом слиятельной активности стал конец 1920-х гг. С сер. 1900-х гг. до сер. 1920-х гг. слияния происходили относительно низким темпом. Число ежегодных ликвидаций через слияния колебалось от 50 до 200. Начиная с 1921 г. последовал период, в котором слиятельная активность увеличивалась довольно устойчиво до 1929 г., достигнув пика – 1 245 ежегодных ликвидаций. После 1929 г. слиятельная активность резко оборвалась, сформировав картину, которая близко соответствовала модели цен фондового рынка в течение конца 1920-х – начала 1930-х гг.

Слиятельная активность 1920-х гг. играла второстепенную роль относительно подъема темпов спекулятивной активности на фондовом рынке и быстрого расширения общей деловой активности. Кроме того, этот слиятельный период имел менее разрушительное воздействие на структуру конкуренции отраслей и поэтому вызвал меньшие споры в среде экономистов и чиновников [10].

Предположительно, характер слияний периода 1920-х гг. подвергался влиянию со стороны изменяющейся структуры антитрестовского

законодательства. Расследование объединений *Standard Oil* и *American Tobacco* закончилось их роспуском в силу решений Верховного Суда от 1911 г. В 1914 г. Конгресс США провел с целью усиления антитрестовского закона *Clayton Act*, усиливший давление на монополии и призванный защитить конкуренцию.

После Первой Мировой войны законодательная атмосфера стала более терпимой к слияниям. В двух случаях, в 1918 и 1920 гг., Верховный Суд позволил *United Shoe Machinery Co.* и *United States Steel Corporation* сохранить их существование, основываясь на «правиле взвешенного подхода» («rule of reason»), Было показано, что обе компании контролировали до 80 % производства в соответствующих областях, но Суд нашел, что они являются эффективными производителями, не злоупотребляющими своей рыночной властью. Судебный прецедент «правила взвешенного подхода», очевидно, мог бы быть аннулирован для новых объединений через *Clayton Act*, если бы не «лазейка» приобретения активов. *Clayton Act* ограничивал покупку акций, но не покупку активов. Вероятно, это было сделано потому, что предыдущие крупные корпорации действовали обычно через приобретение акций.

Таким образом, в 1920-х гг. в значительной степени гибкость для слияний сохранялась, но окружающая среда была явно менее терпимой, чем это было на рубеже XIX и XX веков. Слиятельная активность, которая имела место в этой атмосфере обновленного правового пространства и общественного мнения, отличалась от той, что была в предыдущий период.

Сравнивая первое и второе слиятельные движения, можно заметить, что тогда как одной из сторон мотивации в первом случае была монополия, то в последнем скорее была олигополия. Слияния в 1920-х гг., как правило, предпринимались фирмами, которые не были доминирующими в своих отраслях, а контроль над выпуском не превышал 50 %. В результате, хотя желание ограничения и контроля над конкуренцией и было очевидным, вследствие преобладания неблагоприятного правового климата оно осуществилось в гораздо меньших масштабах по сравнению с первым периодом.

Кроме того, хотя горизонтальные объединения, создававшие условия олигополистического рынка, по-видимому, и остались важной отличительной чертой второго периода, все-таки значительную часть слияний 1920-х гг. можно классифицировать или как конгломерат географического расширения рынка, или как конгломерат расширения ассортимента. Таким образом, менее значимыми элементами мотивации здесь выступают не только цели устранения конкуренции, но и достижение рыночной устойчивости и экономии от масштаба.

Нововведением второго периода, которое вероятно усилило сдвиг в сторону конгломеративных слияний, было развитие децентрализованных методов управления. Старая централизованная, функционально-специализированная форма организации заменялась децентрализованной, многодивизиональной, которая была впервые внедрена такими крупными фирмами, как *General Motors*,

Du Pont, Standard Oil of New Jersey и Sears Roebuck. Многоуровневая структура удовлетворяла и краткосрочным и долгосрочным потребностям прибыльного приложения ресурсов при изменчивости рынков.

Такой тип структуры был впервые развит внутри корпорации *General Motors* и разработан Альфредом Слоуном. Последний, в частности, предполагал, что эта форма организации имеет следствия: во-первых, увеличивает мотивацию управления посредством децентрализации власти и ответственности и через увеличение прозрачности раздельного управления; во-вторых, увеличивает возможность высшего руководства измерять и контролировать работу благодаря возможности оценивать прибыли относительно инвестируемого капитала; в-третьих, увеличивает возможности всей работы компании через привлечение дополнительного капитала в те подразделения, где это обернется наиболее высокой отдачей.

Стратегия и методика диверсификации, которой следовал *Du Pont*, были скопированы другими химическими компаниями в 1920-х гг., и это может быть отнесено к тенденции всех корпоративных слияний в этой отрасли. Однако весьма сомнительно, что изменения в управлении крупномасштабной диверсификацией имели глубокое влияние на тенденцию к слияниям корпоративного образца в 1920-е гг., так как новый тип структуры не был широко известен и его принятие состоялось только в 1930-е гг.

В итоге, оказывается, что роль внешнего учредителя и во второй период слияний продолжала быть значительной, что подчеркивает сохранение роли фондового рынка как среды стимулирования предпринимателей и профессиональных менеджеров. Вместе с тем, факт, что крупные мультифирменные консолидации не стали правилом, и история целого ряда крахов объединений, образовавшихся в 1895–1905 гг., заставляла бизнесменов более критически и осторожно относиться к практике слияний и поглощений. Однако, в 1920-е гг. эта осторожность компенсировалась общей атмосферой оптимизма. Новые выпуски ценных бумаг охотно и незамедлительно поглощались, чем обеспечивались идеальные условия для учредителей.

Последовавшая экспансия в автотранспортной отрасли, секторе радиокommunikаций и др. расширила рынки и повлияла на изменения в отраслевой структуре. При этом неблагоприятная реакция публики на противоконкурентные последствия ранних горизонтальных консолидаций привела к усилению антитрестовского законодательства. Это стал предпосылкой для изменения понимания экономических мотивов корпоративных консолидаций: вместо создания горизонтальных комбинаций бизнес стал предпринимать попытки осуществления конгломеративных слияний, основанных на эффектах от расширения ассортимента.

Новая волна слияний была зафиксирована в период вскоре после Второй Мировой войны. Увеличение слиятельной активности с наиболее низкого уровня

в 126 ликвидации в 1949 г. перешло в резкий скачок, достигший годового уровня 1 496 ликвидации в 1967 г. Более постепенное увеличение активности и большая продолжительность этого периода отличает его от первого и второго периодов слияний.

1940-е гг. характеризовались сильным ужесточением применения антитрестовского законодательства. В 1945 г. Верховный Суд переиграл «*rule of reason*». Было решено, что *Aluminium Company of America* нарушила Шермановский акт, монополизировав 90 % производства рафинированного алюминия. С этих пор монопольной властью не обязательно было злоупотреблять, она сама по себе объявлялась незаконной. В 1950 г. *Celler-Kefauver Act* внес поправку в статью 7 Клайтон-Акта, закрыв «лазейку» поглощения активов (имущества). Поправка 1950 г. была проведена к применению ко всем типам слияний и поглощений, вертикальных и конгломеративных, так же, как и горизонтальных. Однако чем меньше были связаны продукты и рынки сливающихся фирм, тем менее они были подвержены нажиму антитрестовских законов.

Федеральная Торговая Комиссия классифицировала слияния согласно критерию отнесения их к категории горизонтальных, вертикальных или конгломеративных. Результаты этой классификации показаны в таблице 1.

Таблица 1

Классификация слияний в горнодобывающем и промышленном секторах

№ п/п	Типы слияний	Структура сделок по периодам слиятельной активности			
		1940-47	1948-53	1954-59	1960-64
1.	Конгломеративные, в т.ч.:	0,21	0,587	0,615	0,71
1.1	Рыночное расширение		0,069	0,064	0,069
1.2	Расширение продукта		0,466	0,462	0,529
1.3	Неродственные		0,052	0,089	0,112
2.	Вертикальные	0,17	0,103	0,137	0,17
3.	Горизонтальные	0,62	0,31	0,248	0,12
	Итого	1	1	1	1

Источник: [10].

Кроме ужесточения антитрестовского законодательства, большое влияние было оказано и на спекулятивно-продвиженческие и прочие психологические мотивы для внешних учредителей. В 1933 г. был издан *Securities Act*, а в 1934 – *Securities and Exchange Act*. Первые учредители достигали своих сверхприбылей путем новых выпусков ценных бумаг, пускаемых в оборот при слияниях. По *Securities Act* 1933 г. любой новый выпуск, сопровождающий слияние, требовал раскрытия обширной информации об участвующих компаниях. Согласно *Securities and Exchange Act* 1934 г. подобная информация должна была предоставляться по просьбе уполномоченных лиц в связи с предполагаемыми

слияниями. Ослаблению роли учредителей способствовало и требование раскрытия детальной информации об их заработках и деятельности.

В данный период ослабла и роль внешнего финансирования, игравшего значительную роль в ранние периоды. Уменьшились и комиссионные брокеров в сделках. В слиятельных операциях переговоры в основном велись прямо между управлением или группами собственников, покупающих и продающих фирм, и внешними учредителями.

Новая IV волна слиятельной активности стартовала в конце 1970-х – начале 1980-х гг. Преимущественной сферой ее активности была сфера услуг: инвестиционный и банковский сектора, страховой бизнес, оптовая и розничная торговля, медицина и здравоохранение. Характерными особенностями данной волны явилось активное и широкомасштабное использование заемного капитала в финансировании сделок и переход к децентрализованной структуре управления в корпорациях. Конец 1980-х – начало 1990-х гг. было периодом спада слиятельной активности. Однако, начиная с 1993 г. темпы роста числа сделок и их объема стали расти в геометрической прогрессии. Если в начале 1990-х гг. общемировая стоимость сделок слияний и поглощений колебалась в пределах 400–450 млрд. долл. в год, то в 1998 г. она составила свыше 2,4 трлн. долл., причем особую роль в этом сыграли процессы роста на европейском рынке M&A, активно догоняющего лидера – американский рынок (см. Эксперт. – 1999. – № 15. – С. 23).

Охарактеризуем статистически новейший этап развития рынка M&A. Количество завершенных сделок на данном рынке в 2001 г. в США составило 6 438, в мире 22 603, соответственно в 2002 г. 5 644 и 20 954. В 2003 г. на данном рынке наблюдался некоторый спад. Количество завершенных сделок снизилось до 15 662, упала и стоимость данных сделок. Однако, как показано в табл. 2, этот год был низшей точкой части волны слиятельной активности, а стоимостные показатели последующих лет характеризуют новый беспрецедентный всплеск сделок изучаемого типа.

Таблица 2

Общая стоимость завершенных сделок M&A, млрд. долл.

Период / Регион	World	USA	West Europe
2006	3 700,0	1 700,0	1 700,0
2005	2 900,0	1 100,0	1 100,0
2004	1 009,0	н.д.	н.д.
2003	1 009,0	н.д.	н.д.
2002	1 191,0–1 315,6	560,1	453,1
2001	2 185,7	1 163,7	540,5
2000	3 500,0	н.д.	н.д.

Источник: www.mergers.ru.

Таким образом, рынок слияний и поглощений по прежнему является серьезным инструментом для реализации экономических интересов бизнеса, стимулируя предпринимателей и менеджеров разрабатывать и реализовывать свои стратегии, используя технологии, предоставляемые в рамках фондового рынка. Далее будут рассмотрены некоторые подходы к оценке эффектов осуществления сделок M&A, помогающие лучше уловить мотивы главных сторон таких сделок и некоторым образом разграничить их.

2. Подходы к оценке эффектов осуществления слияний и поглощений

Отметим, что с точки зрения определения корпоративного согласия и нахождения вектора процесса развития корпоративного сектора, а также выработки механизмов его саморегуляции, период, охватывающий последние 50 лет, насыщенный разнонаправленными процессами, происходившими в корпоративном секторе, был весьма сложным. Рассматривая соответствующие процессы с позиции проблемы «принципала-агента», заметим, что и менеджеры, стремящиеся усовершенствовать свою работу, и акционеры, стремящиеся проанализировать ее, неизбежно, при реализации сложных корпоративных стратегий, сталкивались с трудностями выбора направления действий и нахождения взаимопонимания. Сложным вопросом было решение о выработке системы оценки качества работы фирмы (читай – ее менеджеров). Анализ создания и функционирования поглощающих конгломератов подсказывает не только ответ на вопрос относительно критерия «качества управления», но и предоставляет аргументы «за» и «против» выбора стратегий агрессивных захватов.

Литература по вопросам ретроспективной оценки эффективности слияний и поглощений представлена в основном работами американских исследователей. В зарубежных исследованиях слияний и поглощений можно выделить три основных подхода к оценке эффективности: 1) оценка на основании бухгалтерских и производственных показателей (бухгалтерский подход); 2) оценка на основе движения курсов акций компаний-участников сделки (рыночный подход); 3) комбинированный подход [13]. Нас не интересует содержание первого подхода. Второй подход концентрируется на изучении реакции фондового рынка на сделки типа M&A, точнее на анализе изменения общей доходности акций компании в результате ее участия в сделках слияний и поглощений по сравнению с «нормальной» или средней доходностью акций подобных компаний. Можно утверждать, что параметры изменения рыночных курсов акций и величин прибыли, приходящейся на одну акцию, отражают реальный экономический эффект от слияния двух компаний или сделки поглощения для их акционеров. В известных работах, посвященных данной тематике, [9, 13] анализируется

совокупный эффект влияния на стоимость компании, возникающий в результате слияния или поглощения (в качестве базы для сравнения берется средневзвешенная сумма прироста дохода участников слияния). Подобные исследования сталкиваются с проблемой отделения новой стоимости, возникшей исключительно в результате слияния, от части стоимости компании-покупателя, трансферт которой был осуществлен в результате выплаты премии акционерам приобретаемой компании.

Изучение рыночной динамики курсов акций в период после слияния связано с проблемами, сущность которых заключается в том, что изменения курсов акций, трактуемые как реакция рынка на текущую деятельность компаний, на самом деле могут быть не связаны со слиянием. Проведенные эмпирические исследования свидетельствуют, что результаты анализа во многом зависят от выбора временного периода исследования. Таким образом, выбор временного промежутка до слияния, обеспечивающий «очистку» динамики курсовой стоимости акций от событий, не связанных со слиянием⁵, является веской проблемой такого рода подхода к оценке эффективности сделок.

Комбинированный подход к оценке эффекта от сделок M&A [6] объединяет первые два подхода и включает в себя анализ данных бухгалтерской отчетности и результатов деятельности компании; анализ динамики рыночных курсов акций компании и изучение корреляции между изменением показателей, рассчитанных на основе бухгалтерской отчетности, и изменением курсовой стоимости акций компании⁶.

Мнения и результаты зарубежных исследований могут быть сгруппированы следующим образом. В одних из них утверждается, что слияния и поглощения могут иметь синергетический эффект, то есть вести к изменению капитализации оцениваемых после их проведения компаний. В других находят обоснования, что слияния и поглощения *в среднем* не влияют на изменение стоимости компаний, то есть синергетический эффект при этом отсутствует. При этом отмечается, что в большинстве случаев происходит трансферт стоимости от акционеров компании-покупателя к акционерам приобретаемой компании. В третьих результаты слияний (увеличение дохода и сокращение издержек) рассматривается как неоднозначные и в значительной степени дифференцированные. Действительно, разброс в изменениях курсовой стоимости

⁵ На наш взгляд, добиться удовлетворительного эффекта, такого, чтобы разница в рыночных ценах акций отражала исключительно только оценку информации, связанной со слиянием или поглощением (по крайней мере, с помощью выбора соответствующего периода) невозможно.

⁶ В настоящей работе мы не касаемся результатов использования такого подхода при анализе изучаемых эффектов, однако признаем его преимущества, в частности, связанные с открывающимися возможностями изучения способности рынка проводить различия между успешными сделками, результатом которых является улучшение показателей деятельности компании, и неудачными сделками.

акций участников сделок M&A существует, что дает основание к тому, что ожидания инвесторов относительно их результатов широко варьируются (с одними связаны ожидания увеличения стоимости компании, с другими – ожидания уменьшения этой стоимости).

На фоне таких результатов исследований вполне закономерным является вопрос о том, почему при отсутствии явного положительного экономического эффекта от слияний консолидация компаний продолжается и даже усиливается. Может быть предложено несколько объяснений этого противоречия. Во-первых, это может быть объяснено методологическим несовершенством анализа слияний, приводящими к неверным выводам. Во-вторых, указанное противоречие может быть связано с различиями в интересах разных групп стейкхолдеров, имеющих непосредственное отношение к компании, принявшей решение о слиянии (предполагая, что максимизация стоимости на практике не всегда является целью слияний и поглощений). Рассмотрим каждое из этих объяснений.

Обратимся к методологическим особенностям анализа слияний и поглощений. Противоречивость результатов исследований и реального положения дел может быть связана с тем, что характер доступных для анализа слияний данных бухгалтерской отчетности «затушевывает» реальный экономический эффект от слияний. Факторами, препятствующими определению «чистого» эффекта от слияний, могут быть недостаток информации о слиянии, длительность анализируемого периода после слияния, неполное отражение результатов слияния в отчетности, другие события, оказывающие влияние на деятельность компании после проведения слияния. В ряде работ отмечается, что исследователи фиксируют внимание на самом событии слияния и пытаются оценить результаты деятельности сливающихся организаций до и после слияния, чтобы определить выигрыш от сделки. Однако, слияния и поглощения представляют собой сложные сделки, которые трудно исследовать при помощи известных аналитических методов [5, 14]. Исследования, которые фокусируются на самом событии слияния, должны определять временной горизонт, в течение которого анализируется динамика курсов акций сливающихся институтов или изменение других показателей деятельности. По мере увеличения временного периода в целях аккумуляции большего объема информации и обеспечения компании достаточного времени на реализацию потенциальных выигрышей становится все более трудно отделить влияние слияния на показатели деятельности компании от влияния других событий. Отметим при этом, что, как выясняется, наибольшие выигрыши получают компании, которые часто осуществляют приобретения [7].

Следует принять во внимание показанные выводы сделаны в рамках стандартного подхода к формированию базы данных, который предполагает исключение из анализа компаний, которые принимали участие в нескольких слияниях в течение года либо участвовали в нескольких сделках слияния в

течение определенного периода времени. При подобном подходе результаты исследований искажаются, поскольку из рассмотрения могут быть исключены эффективные компании, успешно осуществляющие процесс интеграции приобретаемых компаний.

Второй вариант объяснения противоречия между результатами исследований и фактом увеличения числа слияний и поглощений основывается на том, что результаты исследований в целом адекватны действительности (слияния и поглощения не ведут к увеличению стоимости). Данное теоретическое направление включает гипотезу о «самоуверенности» менеджеров (the hubris hypothesis) [15] и теорию агентских отношений [8, 12]. В настоящей работе мы не рассматриваем аргументы данных подходов.

Изучение результатов исследований позволяет сделать вывод, что несмотря на уникальность сделок M&A и разный характер проявления их последствий (что подчеркивает необходимость индивидуального подхода к оценке эффективности каждой такой сделки), возможен также и интегрированный подход к выявлению эффекта от таких сделок, в части, например, компаний, этап развития которых предполагает совершение серии сделок M&A.

Подводя итог, можно сказать, что оценка слияний и поглощений является одним из основных элементов собственно стратегии слияний и поглощений по двум причинам. Во-первых, оценка стоимости перспективных для слияния компаний является ключевым фактором оценки экономической целесообразности слияния или поглощения. Во-вторых, оценка различных показателей компаний после осуществления слияний позволяет проанализировать факторы, повлиявшие на успех или неудачу свершившегося слияния, и сделать выводы для дальнейшего осуществления финансовой стратегии.

3. Анализ эффектов функционирования поглощающего конгломерата

Как показано выше, ключевыми характеристиками поглощающих конгломератов являются быстрое расширение через поглощения и диверсификация, а ожидаемым следствием проведения стратегии поглощений – эффект относительно более высокой прибыльности для держателей акций данных компаний. Данный эффект целесообразно измерять как эффект, который акционер получает в форме общего дохода от владения обыкновенной акцией. В расчете на одну акцию он должен включать прирост рыночной цены одной акции и дивиденды, приходящиеся на нее. Собственно, вопросом обсуждения должны являться действия менеджеров, направленные на управление данным эффектом в целом или по частям: управление темпами роста прибыли на одну акцию и политика дивидендов.

Нельзя исключать, что среди компаний, отвечающих двум начальным требованиям, будут существовать и такие компании, которые агрессивно захватывают другие фирмы, в т. ч. представляющие широкий спектр отраслей, и при этом достаточно плохо работают (не принося обозначенного эффекта своим собственникам). Такие фирмы могут представлять особый интерес для исследования, однако, мы сосредоточим свое внимание именно на тех компаниях, которые продемонстрировали успех.

Важными и интересными задачами можно считать описание процесса с точки зрения «жизненного цикла» или «стадий развития» (своего рода корпоративной эволюции), рассмотрение поглощающего конгломерата как возможной стадии, через которую компании могут пройти, изучение предшествующих и последующих этапов (стадий). Однако в настоящей работе мы рассматриваем только некоторые стороны процесса роста на стадии поглощающего конгломерата.

В известной работе профессора Гарвардского университета Г. Линча [10] дается описание 28 компаний, которые в рассматриваемый период (период 3-й слиятельной волны) значительно превзошли среднюю фирму в поглощающей активности и диверсификациях, а также отвечают требованиям лучших показателей эффективности роста богатства своих акционеров. Приведем список данных компаний: *“Automatic” Sprinkler; Automation Industries; Banger Punta; Condec; FMC; W. R. Grace; Gulf & Western Ind.; Hydrometals; ITT; Walter Kidde & Comp.; Litton Ind.; Ling – Temco – Vought; Mid – Continent Manufacturing; Monogram Ind.; MSL Ind.; Nytronics; Occidental; Ogden; Royal Ind.; The Signal Comp.; Teledyne; Textron; TRW; Tyco Laboratories; U.S. Ind.; Vernitron; While Consolidated Ind.; Whittaker.*

Совместно эти 28 фирм имели ежегодные доходы в 1967 г. примерно 17,7 млрд. долл. и произвели 588 объявленных поглощений в течение периода с 1962 по 1967 г. Это означает, что приблизительно 1 % из 2 400 фирм с активами, превосходящими 10 млн. долл. в 1967 г. произвели примерно 14 % из 4 128 поглощений, произведенных такими фирмами в течение 1962–1967 гг. «Средний поглощающий конгломерат» поглотил в обозначенный период 21 фирму в разных областях, осуществляя в среднем поглощение одной фирмы в квартал, и достиг в 1967 г. размера 633 млн. долл. ежегодных доходов от продаж.

При этом доходы на акцию «поглощающего конгломерата» росли со средним темпом 18 % в год (с учетом дробления акций и выплаты дивидендов). В результате общий доход по акциям за 1962–1967 гг. составил 76 %, а средний уровень дохода по акциям увеличился на 50 % в год. Рыночная цена на акции росла в течение периода со средним приростом приблизительно 45 % в год.

В течение того же периода средняя американская корпорация с активами 10 млн. долл. произвела 1,7 поглощений и достигала нормы роста доходов на свои акции только около 8,3 % в год.

Проанализируем основы, ставшие причинами успеха поглощающих конгломератов. Разделим аргументацию на две не связанные между собой части: 1) доказательства в пользу того, что показанные выше характеристики деятельности поглощающих конгломератов сильно отражают способность достижения ими успеха в оперативном управлении; 2) доказательства в пользу того, что данные характеристики в основном явились проявлением краткосрочных финансовых эффектов от сделок по поглощениям.

Начнем с анализа первого тезиса.

Существуют доводы в пользу того, что большинство компаний, реализующих стратегии поглощений, избегают приобретений полностью неродственных фирм. Как правило, в компаниях-целях отыскиваются сходства в технологиях, продукте (услуге) или рынках, некие «связующие нити». Обычным критерием рассматривается, по крайней мере, возможность достижения экономичности и эффективности от соединения и интеграции.

Горизонтальная интеграция может обеспечивать экономию от крупномасштабных операций в покупках, производстве, маркетинге и других функциях. Вертикальная интеграция может обеспечивать экономию через исключение функций при рыночном смещении, таких как реклама, продажи и транспортировка. Объединение так называемых «дополняющих» операций может обеспечить для каждой компании необходимые специализированные факторы, отсутствие которых может сдерживать увеличение доходности или рост фирмы. Такая интеграция может обеспечить обретение «баланса» ресурсов, необходимого для будущего успеха. В конечном итоге, интеграция, особенно в областях маркетинга и закупок, может обеспечить увеличение рыночной силы, что является и частным, и общим преимуществом.

Для дочерней компании через поглощение достигаются преимущества через доступ к знаниям, запатентованным технологиям, капиталу, трудовым ресурсам (обученный и опытный персонал) и другим источникам ресурсов и резервам крупной (головной) компании. В этой связи разделяются две категории: влияние на основной поток продукции и услуг и влияние на процесс менеджмента. Хотя это различие кажется почти неразличимым, в конце концов, мы приходим к выводу, что влияние в последней области несколько более важно, чем влияние в первой. Некоторые менеджеры и аналитики-консультанты придавали особое значение технологическому влиянию (трансферту технологий), способствующему развитию новых и усовершенствованию старых продуктов. Однако не менее значительное влияние, на наш взгляд, имеет область маркетинга и информации.

Поглощение может выявлять в качестве преимуществ как высокую отдачу от вливания необходимых для новых структур компании капиталов, так и отдачу от инъекций типа «предпринимательского духа». Оно способно заставить обратить внимание на такой способ приобретения масштабных преимуществ менеджмент компаний, которые не развивали или не привлекали научное, профессиональное,

предпринимательское лидерство независимо от того, являются ли данные компании «агрессорами» или «целями».

Перейдем к рассмотрению прямых финансовых эффектов от сделок по поглощениям. Один из таких эффектов, имеющий достаточно быстрое проявление и называемый поэтому часто «срочным», заключается в изменении цены акции поглощающей компании по завершении соответствующих сделок. Назовем данный эффект «бесконечным синергетическим эффектом» (БСЭ). Его можно описать с помощью следующего схематичного примера. Фирма «А» с 1 млн. долл. чистой прибыли и 1 млн. выпущенных акций (отсюда, прибыль на одну акцию равна 1 долл.) имеет отношение цена – прибыль (P/E), равное 20. Фирма «В» имеет такую же прибыль, количество акций и прибыль на одну акцию, но ее акции оценены менее высоко, чем акции «А», а поэтому ее отношение цена – прибыль равно, скажем, 10. «А» имеет суммарную рыночную стоимость (капитализацию) 20 млн. долл., «В» – 10 млн. долл.

«А» поглощает «В» в операции акция за акцию через выпуск дополнительных акций, основываясь при проведении сделки на рыночной стоимости акций⁷. После поглощения «А» имеет на 50 % больше выпущенных акций, а ее общая чистая прибыль удваивается. Прибыль на 1 акцию «совокупной компании» увеличивается до уровня $\$ 2\,000\,000 : 1\,500\,000$ акций = $\$ 1,33$.

Если продолжить рассуждения, то выяснится, что инвесторы, оценивающие как справедливое отношение P/E компании «А» на уровне 20, предъявят после поглощения дополнительный спрос на акции, так как фактически коэффициент составит чуть выше 15, что, по их мнению, будет соответствовать состоянию «рыночной недооценки» акций данной компании. За этим, при прочих равных условиях, последует рост курса акций, а значит и рост доходов в расчете на одну выпущенную акцию.

Продолжение этого процесса во времени создает в лице поглощающей корпорации модель «роста прибыли на 1 акцию», что в свою очередь заставляет рынок оценивать более высоко стоимость ее обыкновенных акций. Более высокая ставка коэффициента P/E поглощающей корпорации создает возможность продолжения процесса.

Можно заметить, что БСЭ-эффект, имеющий в качестве своей основы условный метод оценки акций исходя из пары показателей – прибыли на акцию (EPS) и отношения цена – прибыль (P/E), если он в самом деле имеет место, увеличивает рыночную стоимость поглощаемой фирмы без какого-либо

⁷ Возможные варианты поглощений: 1) обмен акций поглощаемой компании на акции поглощающей корпорации, находящиеся в обращении (более сложно при этом, по-видимому, добиться согласия акционеров обеих корпораций на отчуждение акций); при этом уставный капитал поглощающей корпорации после сделки не изменяется; 2) обмен акций поглощаемой компании на дополнительные акции поглощающей корпорации; при этом уставный капитал поглощающей корпорации после сделки увеличивается.

изменения в ее «экономической стоимости»⁸. Однако есть причины, по которым категоричность этого замечания может быть смягчена. Во-первых, с ростом показателя P/E растет доверие к фирме, а как следствие, увеличиваются суммы обычного финансирования. Кроме этого существуют и другие моменты, воздействующие на финансовую позицию на одну акцию, которые необходимо обсудить в нескольких контекстах.

Если головная компания сохраняет преимущества рыночной стоимости над теми компаниями, которые она поглощает, то есть если рыночные цены поглощаемых фирм увеличиваются с поглощением, то поглощение обеспечивает немедленную добавку к позиции на одну акцию.

Кроме того, поглощающий конгломерат выигрывает в смысле привлекательности для акционера при понижении финансового риска, повышении коммерческих оборотов компании и роста диверсификации, снижении относительных издержек, изменения структуры активов. Большая корпорация может иметь большую «сопротивляемость» по отношению к отдельным ошибочным решениям менеджмента, более ликвидные (и инвестиционно привлекательные) ценные бумаги, более доступные и дешевые источники финансирования. Другими типами непосредственной выгоды поглощений могут являться увеличение гибкости в составлении отчетности и проведении расчетов, минимизация выплаты налогов. Возможный источник преимуществ вытекает и из сбалансированности затрат, когда необходимые затраты на развитие одного подразделения приобретаются за счет прибыльной деятельности других.

Таким образом, следует акцентировать внимание не только на важности для управления конгломератом эффекта «БСЭ» между его рыночной стоимостью и ростом дохода на акции при поглощении, но и на том, что его краткосрочная природа имеет в действительности основания для сохранения в результате реализации более глубоких фундаментальных оснований относительно более высокой оценки стоимости возросшей в своих масштабах корпорации.

⁸ Если высокий уровень показателя P/E основывается *только* на росте доходов от использования повышения отношения P/E в поглощениях, каждого инвестор, покупающий акции или принимающий их в операции поглощения, основывает свое финансовое поведение на предположении, что другие будут поступать в будущем так же. Если рыночная цена падает или процесс поглощения останавливается так, что в каждом случае реестр акционеров закрывается, то цены могут возвратиться до уровня, определяемого темпами внутреннего роста и иными фундаментальными факторами. Совокупная стоимость становится тем, чем она была бы для всех отдельных частей без процесса поглощения. Именно так в лотерее, построенной по принципу пирамиды, участники получают или теряют в зависимости от того, как рано они вступили в этот процесс.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рынок ценных бумаг и его специфические проявления, подобные рынку M&A создает существенные предпосылки к формированию стимулирующих начал для деятельности предпринимателей и менеджеров. Безусловно, их интересы и мотивы их поведения не совпадают, но могут существенно сближаться как раз благодаря фондовому рынку и индикаторам, которые могут быть построены на основе рыночных оценок акций компаний. Нам удалось заметить, что стоимость акций (капитализация компаний) выступает ведущим критерием эффективности управления компанией, а также то, что ряд стратегий, имеющих под собой не только сугубо финансовые основания такого рода, приводят в т. ч. и к эффекту роста капитализации и богатства акционеров. В работе рассмотрены некоторые аспекты содержания стратегии слияний и поглощений и подмечено, что при достаточно понятной мотивации для акционеров однозначно определить мотивацию менеджеров (основания их действий) достаточно сложно. Разные волны слиятельной активности открывали разные возможности или формировали свои условия для подобной мотивации. Фиксируемые негативные последствия объединений ряда компаний для акционеров в разные периоды консолидаций в корпоративном секторе подталкивали некоторых исследователей к заключению, что менеджеры и внешние учредители могли преследовать сугубо персональные психологические и финансовые цели без внимания к экономической логике объединений. Однако, как показано выше, такая логика имеет место, а фондовый рынок при этом может выступить в качестве идеальной среды, способствующей выравниванию интересов менеджеров с интересами акционеров. Это доказывается в частности успехом поглощающих конгломератов, в особенности тех, в которых менеджеры были крупными держателями акций своей компании.

В качестве предостережения отметим, что, как показано в работе, рынок акций создает условия для роста капитализации корпораций, осуществляющих стратегии слияний и поглощений, имеющих природу, отличную от воздействия фундаментальных факторов. В работе описан механизм реализации краткосрочного эффекта, названного «бесконечным синергетическим эффектом». Если при этом конгломерат или иная поглощающая компания (в лице ее акционеров и менеджеров) не извлекает иных (кроме финансовых) выгод от сделки по поглощению других компаний (совершенствование структуры, улучшение технологий, расширение рынка и продаж, снижение издержек и т. п.), то краткосрочный всплеск капитализации обернется вероятнее всего ее глубоким падением.

История американского рынка и опыт работы поглощающих конгломератов дает хороший урок другим рыночным экономикам, в т. ч. российской,

переживающим в настоящее время более ранние этапы развития фондового рынка и становления рынка слияний и поглощений.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
2. Коупленд Том, Коллер Тим, Мкррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.
3. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 1999.
4. Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний/ www.mergers.ru.
5. Calomiris C., Karenski J. The Bank Merger Wave of the 1990s: Nine Case Studies. – University of Illinois, 1996.
6. Cornett M., Tehranian H. Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions// *Journal of Financial Economics*. – 1992. – Vol. 31. – P. 211–234.
7. De Young R. Bank mergers, X-Efficiency, and the Market for Corporate Control// *Managerial Finance*. – 1997. – № 23. – P. 32–47.
8. Fama, E.F. and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control// *Journal of Law and Economics*. – 1983. – June, 26. – P. 301–325.
9. Hannan T.H., Wolken J.D. Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process// *Journal of Financial Services Research*. – 1989. – № 3. – P. 5–16.
10. Lynch H. Financial Performance of Conglomerates. Boston, 1971.
11. Madura J., Wiant K.J. Long-term Valuation Effects of Bank Acquisition// *Journal of Banking and Finance*. – 1994. – Vol. 18. – P. 1135–1154.
12. Morck R., Schleifer A. and Vishney R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis// *Journal of Financial Economics*. – 1988. – № 20. – P. 293–315.
13. Piloff S. Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions. – University of Pennsylvania, 1994.
14. Pilloff S., Santomero A.M. The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions. – The Wharton School, University of Pennsylvania, 1997. – P. 97–107.
15. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate takeovers// *Journal of Business*. – 1986. – Vol. 59, № 2. – P. 197–216.
16. Stigler George J. Monopoly and Oligopoly by Merger// *American Economic Review*. – 1950. – Vol. 50 (May).