

Анализ исторических волн рынка «слияний и поглощений»

Analysis of Historical Waves of Mergers and Acquisitions Market

УДК 339.1



Буйволов Денис Александрович
аспирант Тюменского государственного университета
625003, г. Тюмень, ул. Володарского, д. 6

Denis A. Buyvolov
State University of Tyumen
Volodarskogo Str. 6, Tyumen, Russian Federation, 625003

Настоящее исследование направлено на изучение исторических волн сделок «слияний и поглощений».

Цель. Проанализировать исторические волны сделок по объединению компаний с целью выявления факторов, которые способствовали росту числа сделок в определенные исторические периоды.

Задачи. Выявить внешние факторы, способствующие росту числа сделок, определить крупнейшие сделки на каждом из этапов, сделать краткие выводы относительно успешности периодов, определить причины окончания каждой из волн.

Методология. В настоящей работе с помощью общих методов научного познания в различных аспектах рассмотрены исторические этапы развития рынка «слияний и поглощений».

Результаты. Проанализировав работы специалистов в области «слияний и поглощений» и статистические данные, нами определены основные волны всплесков активности по объединению компаний. Для каждой из волн были выделены отличительные черты, причины возникновения, основные сделки и причины окончания данных волн.

Выводы. На протяжении XX–XXI вв. на рынке «слияний и поглощений» основную роль играли американские корпорации. Только с пятой «волной» европейские и азиатские компании стали выходить на этот рынок. Российский рынок «слияний и поглощений» только начинает развиваться и еще не имеет достаточно статистических данных, чтобы можно было выделить какие-либо отличительные черты. Каждая из исторических волн имела свои отличительные черты в виде объема сделок, типа сделок, источников финансирования и т. д. Кроме того, на каждой волне роста количества сделок были как позитивные факторы, которые способствовали повышению активности компаний по приобретению других компаний, так и негативные факторы, затормаживающие развитие данных сделок.

Ключевые слова: слияние, поглощение, исторические волны «слияний и поглощений», рынок «слияний и поглощений»

The presented study examines historical waves of merger and acquisition deals.

Aim. The study analyzes historical waves of business amalgamation deals with the aim to identify factors that increased the number of deals occurring in certain historical periods.

Tasks. The authors identify external factors that facilitate increased numbers of deals, identify largest deals in each stage, make brief conclusions regarding the successfulness of each period, and determine the causes of each wave's end.

Methods. This study uses general scientific methods of cognition to examine different stages and aspects of the development of the mergers and acquisitions market.

Results. Analysis of expert works in the field of mergers and acquisitions and statistical data make it possible to identify major waves of business amalgamation spikes. The characteristic traits, major deals, and causes of beginning and end of each wave are determined.

Conclusions. In the 20th and 21st century, the mergers and acquisitions market was dominated by American corporations. It wasn't until the fifth "wave" that European and Asian companies entered the market. The Russian mergers and acquisitions market is in early stages of development and does not offer enough statistical data to identify any characteristic traits. Each historical wave has its own characteristics, such as the volume of deals, types of deals, and funding sources. Furthermore, each wave of increasing number of deals has its own positive factors that bolstered acquisition of other companies and negative factors that hinder the development of such deals.

Keywords: merger, acquisition, historical waves of mergers and acquisitions, mergers and acquisitions market

К началу 2018 г. в мировой экономике сложилась благоприятная ситуация для развития сделок «слияний и поглощений». В качестве благоприятного фактора выступает налоговая реформа, принятая в США, которая снизила

Размер денежных средств американских компаний, хранящихся в других юрисдикциях

| Компания | Денежные средства и ценные бумаги, млрд долл. | Денежные средства и ценные бумаги за границей, млрд долл. | Доля ДС и ЦБ за границей, % |
|-----------------|---|---|-----------------------------|
| Apple | 268,89 | 252,3 | 93,83 |
| Microsoft | 138,50 | 132,1 | 95,38 |
| Cisco Systems | 71,58 | 69,1 | 96,54 |
| Alphabet | 100,10 | 60,5 | 60,44 |
| Oracle | 71,58 | 58,5 | 81,73 |
| Amgen | 41,35 | 38,9 | 94,07 |
| Gilead Sciences | 41,40 | 32,4 | 78,26 |
| Qualcomm | 38,57 | 29,4 | 76,23 |

Составлено: автором на основе отчетов 10-Q и 10-K данных компаний [1].

ставку налога с 35 до 21%, но самое важное в этой реформе то, что значительно снижена ставка на репатриацию доходов американских компаний из других юрисдикций.

Сейчас наибольшая часть свободных денежных средств находится на счетах американских компаний за пределами США. Под свободными денежными средствами мы подразумеваем денежные средства и ценные бумаги с коротким сроком погашения. Среди лидеров по объему денежных средств числятся компания «Apple», «Microsoft» и другие. В табл. 1 приведены данные по количеству свободных денежных средств американских компаний, хранящихся в других юрисдикциях.

В то же время существуют и факторы, препятствующие увеличению количества сделок. Среди них ужесточение монетарной политики со стороны Федерального резерва. Федеральное резерв планомерно повышает процентные ставки и на 2018 г. прогнозируется три-четыре повышения ставки [2]. Данная политика ужесточения ведет к ограничению сделок «слияний и поглощений» за счет заемных денежных средств, так как стоимость кредитования повышается.

Вторым фактором, препятствующим повышению числа сделок, является высокая относительная оценка многих компаний, да и рынка в целом, относительно их исторических значений. С учетом того, что сделки по покупке компаний проходят, как правило, с премией к рыночной цене в размере 15–30% в зависимости от отрасли, вероятность, что эти сделки принесут синергию и окупятся, становится все меньше. Поэтому в текущей ситуации в выигрышной позиции оказываются компании с большой долей свободных денежных средств на счетах.

Несмотря на высокую оценку компаний, многие компании вынуждены покупать другие компании, так как исчерпали возможности для роста выручки за счет внутренних факторов либо для защиты от конкуренции [3].

Ярким примером такой компании является компания «CVS Health», владеющая самой большой аптечной сетью в США. В связи с возросшей угрозой со стороны «Amazon» она объявила о покупке компании «Aetna», даже несмотря на высокую оценку (по рыночным мультипликаторам) данной компании и того факта, что 2/3 сделки будет финансироваться за счет заемных денежных средств, что потребует дополнительного выпуска долговых обязательств компании [4].

О результатах данной сделки мы сможем узнать только в будущем, но для того чтобы понимать, что служило основными причинами всплеска активности на рынке «слияний и поглощений» ранее, необходимо обратиться к научной литературе, посвященной сделкам по объединению компаний.

Целью данной работы является анализ исторических волн сделок по объединению компаний с целью выявления факторов, которые способствовали росту числа сделок в определенные исторические периоды.

Анализом волн «слияний» и «поглощений» в научной литературе занимались такие специалисты, как Патрик Гохан (Patrick Gaughan), Дональд ДеПамфилис (Donald DePamphilis), Льюис Сигл (Lewis Segall), Асват Дамодаран (Aswath Damodaran), Пьер Верниммен (Pierre Vernimmen) и др. В целом все эти специалисты практически едины к определению временных отрезков всплеска активности на рынке «слияний и поглощений».

В современной литературе, посвященной сделкам «слияния и поглощения», выделяют шесть основных волн и на текущий момент можно выделить седьмую волну, которая идет сейчас (рис. 1) [5, р. 23–26].

Рассмотрим более подробно каждую из волн, для того чтобы выделить основные причины повышенной активности в эти периоды. Также проанализируем основные крупные сделки и мотивы компаний, участвующих в этих сделках.

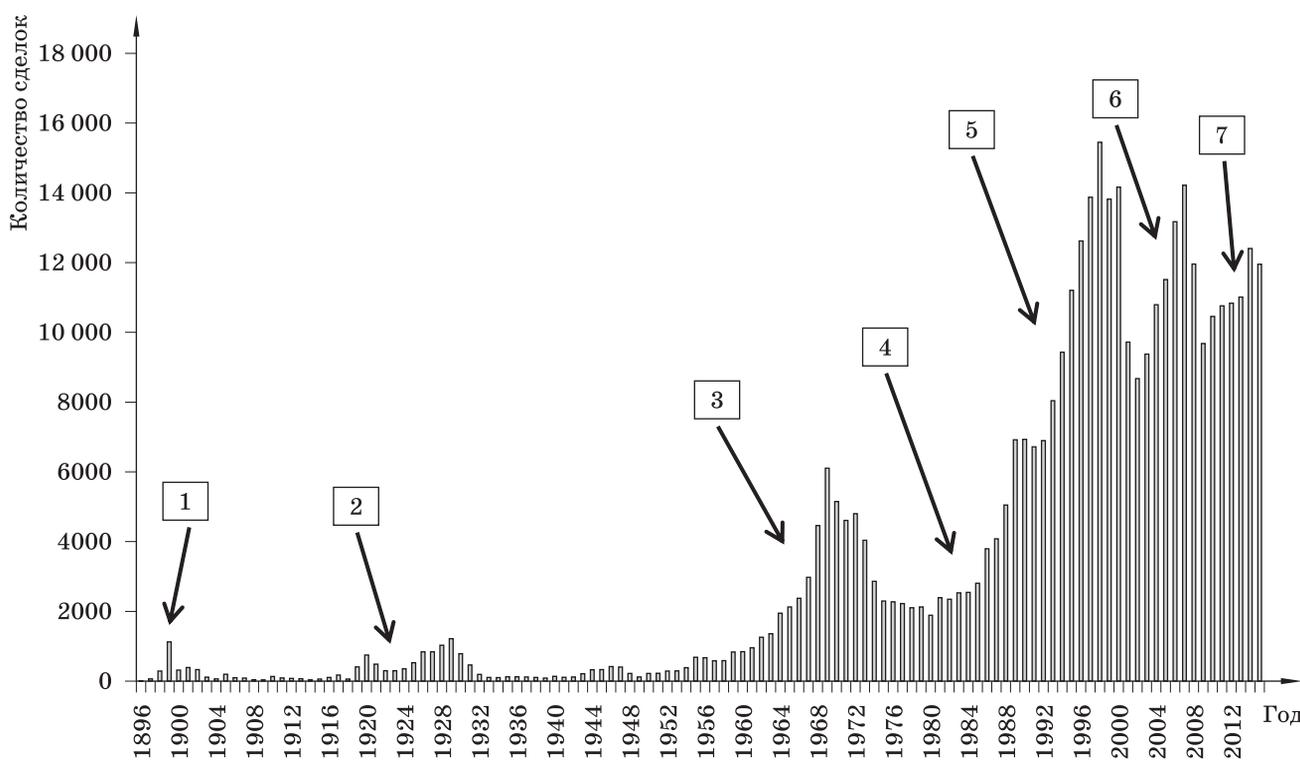


Рис. 1. Исторические волны сделок «слияний и поглощений»

Составлено: автором на основе статистических данных [6].

Таблица 2

Основные сделки первых двух волн

| Год | Основные сделки |
|---------------------|---|
| <i>Первая волна</i> | |
| 1898 | «Kodak» поглотила «American Camera» |
| 1899 | Образована «Standart Oil of New Jersey» |
| 1901 | Путем слияния компаний «Carnegi Steel Company», «Federal Steel Compan» и «National Steel Company» была образована компания «US Steel» |
| 1902 | Была образована «International Harvester Corporation» путем слияния пяти компаний из данной отрасли |
| 1903 | «Kodak» поглотила «Rochester Camera and Supply Co.» |
| <i>Вторая волна</i> | |
| 1917 | Создание «Union Carbide&Carbon Corporation» через объединение компаний «Linde Air Products Co.», «National Carbon Co., Inc.», «Prest-O-Lite Co., Inc.», «Union Carbide Company» |
| 1918 | «John Deere» покупает «Waterloo Gasoline Engine Company» |
| 1918 | «General Motors» покупает «Chevrolet» |
| 1920 | «General Motors» покупает канадскую компанию «McLaughlin Motor Company» и «Dayton Engineering Laboratories» |
| 1925 | «General Motors» купила британскую компанию «Vauxhall Motors» |

Составлено: автором на основе корпоративных сайтов компаний.

Первая волна стартовала в 1897 г. и продолжилась до 1904 г. Несмотря на то что многие специалисты в области «слияний и поглощений» выделяют началом первой волны 1896 г., ряд крупных сделок, заслуживающих внимания, прошли раньше. В 1890 г. «American Tobacco» была образована путем слияния «W. Duke&Sons», «Allen&Ginter», «W.S. Kimball&Company», «Kinney Tobacco» и «Goodwin&Company». В 1892 г. «General Electric» была образована путем слияния «Edison General Electric Company of Schenect-

ady» и «Thomson-Houston Electric Company of Lynn». Пик данной волны был в 1899 г., когда было заключено рекордное количество сделок (1125 штук). Основные сделки данного периода представлены в табл. 2.

Основным драйвером всех сделок первой волны было желание компаний стать монополиями и захватить большую часть рынка. Данный период отличался преобладанием горизонтальных сделок (78,3%) [7, р. 12–17]. В течение первой волны наибольшее количество сделок прошло в следующих отраслях:

добыча металлов, пищевая промышленность, нефтегазовая отрасль и отрасль нефтепереработки, угольная промышленность и металлургия. Данная волна интересна еще тем фактом, что во время нее был принят законопроект «Sherman Act», который должен был сдерживать монополизацию рынка, но его погрешности наоборот дали толчок всплеску активности на рынке «слияний и поглощений». Большинство сделок, которые проходили в то время, были провальными и не достигли своих целей. Созданные монополии распались позднее на несколько компаний либо вообще ушли с рынка. Первая волна закончилась кризисом 1904 г.

Вторая волна началась в 1916 г. и длилась до 1929 г. Основным отличием данной волны стало уже не желание создать монополии, а желание создать олигополии, так как со времени первой волны значительно ужесточилось антимонопольное законодательство. На смену «Sherman Act» в 1914 г. был принят «Clayton Act». Несмотря на это, большое количество свободного капитала и окончание первой мировой волны послужили основными драйверами роста числа сделок в данный период.

Доля горизонтальных сделок уменьшилась, стали преобладать вертикальные сделки. Основные сделки этого времени также привели к созданию крупных корпораций. Наиболее крупные сделки данной волны представлены в табл. 2. В основном доминировали на рынке «слияний и поглощений» горнодобывающие компании, производители продуктов питания, нефтедобывающие, транспортные компании, компании химической промышленности. Также в это время активную роль на рынке стали играть инвестиционные банки в качестве посредников в сделках «слияния и поглощения». Данная волна закончилась кризисом 1929 г.

Третья волна. Спустя несколько десятков лет после Великой депрессии рынок «слияний и поглощений» начал набирать обороты лишь в 1965 г., и длился этот всплеск в течение 4 лет. Столь длительный период снижения активности объясняется еще тем, что был принят новый правительственный антимонопольный акт, который доработал все недочеты предыдущих (Celler-Kefauver Act of 1950). Большинство сделок этого периода были конгломератными. Еще одной отличительной чертой данной волны было то, что компании-покупатели могли быть меньше, а в некоторых случаях в разы меньше целевых компаний. Наиболее крупными игроками на рынке «слияний и поглощений» в данный период были такие компании, как «Ling-Temco-Vought», «Litton Industries» и «ITT». Крупнейшие по объему сделки этого периода приведены в табл. 3.

Большинство специалистов в области «слияний и поглощений» выделяют 1981–1989 гг. в качестве границ четвертой волны сделок по объединениям компаний. Отличительной чертой данной волны была большая доля враждебных поглощений, так как к этому времени корпоративное «рейдерство» стало очень высокоприбыльным, быстрым способом получить прибыль для крупных компаний.

Еще одной отличительной особенностью данной волны было большое количество очень крупных по размеру сделок. Инвестиционные банки в этот период стали более активными игроками на рынке, так как сделки по объединению для них — практически безрисковый способ заработать большую прибыль на высоких комиссионных.

Доля долгового финансирования значительно выросла в этот период, так как компании для приобретения других компаний стали более агрессивно использовать заемные средства. Средний размер сделки в этот период вырос в разы по сравнению с третьей волной. Наиболее крупные сделки данного периода приведены в табл. 3.

Основные отрасли, участвующие в сделках по «слиянию» и «поглощению» в этот период: нефтегазовая отрасль, фармацевтическая, банковская и авиаотрасль. Рецессия в экономике и коллапс на рынке «мусорных облигаций» стали основными факторами окончания данной волны [10].

Пятая волна началась в 1992 г. и продлилась до начала кризиса «дот-комов» 2000–2001 гг. На момент начала пятой волны многие компании, созданные в ходе четвертой волны, либо уже обанкротились, либо находились в предбанкротном состоянии.

В отличие от четвертой волны большинство сделок не подразумевало враждебное поглощение и быструю прибыль. Сделки стали более стратегическими. Компании ставили перед собой цель получить долгосрочную синергию от покупки других компаний, а не мгновенную прибыль. Научившись на ошибках сделок четвертой волны, компании все реже стали использовать долговое финансирование и преимущественно перешли к финансированию за счет акционерного капитала.

Главной отличительной чертой данной волны стала международная экспансия. В Европе и Азии в этот период значительно увеличилось число сделок. Крупнейшая сделка данного периода прошла между британской компанией «Vodafone Group» и немецкой компанией «Mannesmann». Как видно из табл. 3, лидировали по объему сделок в денежном выражении банковская и телекоммуникационная отрасли.

Шестая волна началась в 2003 г. после кризиса «дот-комов» и продлилась до кризиса

Сделки третьей–шестой волн «слияний» и «поглощений»

| Год | Крупнейшие сделки | Объем сделки, млрд долл. |
|------------------------|---|--------------------------|
| <i>Третья волна</i> | | |
| 1969 | «Atlantic Richfield» купила «Sinclair Oil Corp.» | 1,85 |
| 1969 | «Rapid American» купила «Glen Alden Corp.» | 1,25 |
| 1968 | «Ling-Temco-Vought» купила «Jones and Laughlin Steel Company» | 1,09 |
| 1969 | «Lykes Corp.» купила «Youngtown SHT& Tube» | 1,02 |
| 1967 | «McDonnell Co.» купила «Douglas Aircraft» | 0,85 |
| <i>Четвертая волна</i> | | |
| 1988 | «Kohlberg Kravis» купила «RJR Nabisco» | 25,1 |
| 1984 | «Chevron» купила «Gulf Oil» | 13,3 |
| 1988 | «Philip Morris» купила «Kraft» | 13,1 |
| 1989 | «Bristol Myers» купила «Squibb» | 12,5 |
| 1984 | «Texaco» купила «Getty Oil» | 10,1 |
| <i>Пятая волна</i> | | |
| 1999 | «Vodafone Group» приобрела компанию «Mannesmann» | 202,70 |
| 1999 | «Pfizer» приобрела компанию «Warner-Lambert» | 89,16 |
| 1998 | Слияние компаний «Exxon» и «Mobil» | 78,90 |
| 1988 | Слияние компаний «Citicorp» и «Travelers Group» | 72,50 |
| 1999 | «SBC Communications» приобрела компанию «Ameritech Corporation» | 62,50 |
| <i>Шестая волна</i> | | |
| 2007 | «RFS Holdings BV» купила «ABN Amro BV» | 98,2 |
| 2004 | «Royal Dutch Petroleum» купила «Shell Transport and trading Co» | 74,5 |
| 2006 | «AT&T Inc.» купила «BellSouth Corp.» | 72,6 |
| 2004 | «JPM Morgan Chase & Co» купила «Bank One Corporation» | 58,6 |
| 2008 | «InBev Inc.» купила «Anheuser-Busch Companies» | 52,0 |

Составлено: автором на основе статистических данных [8; 9].

2008 г. Снижение ставок ФРС и длительное их нахождение на низком уровне стали основным драйвером сделок в этот период.

Основными игроками на рынке «слияний и поглощений» стали «Private Equity-компании», которые с помощью долгового финансирования выкупали подразделения публичных компаний или целые компании, делали их частными, а затем, дождавшись роста рынка, продавали данные компании по высокой цене.

Основными отраслями с наибольшим объемом сделок были металлургическая, нефтегазовая, отрасль коммунального хозяйства, телекоммуникационная и банковская, а также отрасль здравоохранения. Большая часть сделок проходила за счет свободных денежных средств и долгового финансирования.

Седьмая волна в научной литературе пока еще активно не рассматривается, но исходя из текущих статистических данных можно утверждать, что началом седьмой волны можно считать 2012 г. В сентябре 2012 г. Федеральная резервная система США запустила программу «QE» (или «Quantitative Easing»), которая подразумевала покупку облигации на баланс ФРС, тем самым создавая дополнительную ликвидность. Параллельно такая же программа проводилась в Японии и чуть позже была запущена

Европейским центральным банком. Избыточная ликвидность подтолкнула фондовые рынки вверх и создала основу для будущих сделок «слияний и поглощений». В качестве второй части седьмой волны можно выделить 2017 г.

В 2017 г. был принят законопроект, снижающий ставку налога на прибыль в США и снижающий ставку на репатриацию прибыли с других юрисдикций американскими компаниями. На начало 2018 г. уже объявлены ряд крупных сделок, и многие компании объявили о возвращении денежных средств из других юрисдикций. Выделить на текущий момент какие-либо отличительные черты седьмой волны пока достаточно сложно, так как она еще только набирает обороты и многие крупные сделки, объявленные за последние годы, до сих пор не прошли одобрение.

Подводя итоги проведенному исследованию, можно сделать следующие выводы. Во-первых, на протяжении XX–XXI вв. на рынке «слияний и поглощений» основную роль играли американские корпорации. Только с пятой волной европейские и азиатские компании стали выходить на этот рынок.

Российский рынок «слияний и поглощений» только начинает развиваться и еще не имеет достаточно статистических данных, чтобы

можно было выделить какие-либо отличительные черты. Во-вторых, каждая из исторических волн имела свои отличительные черты в виде объема сделок, типа сделок, источников финансирования и т. д. В-третьих, на каждой волне роста количества сделок были как позитивные факторы, которые способствовали повышению активности компаний по приобретению других компаний, так и негативные факторы, затормаживающие развитие данных сделок.

Опираясь на исторический опыт, можно сделать вывод о том, что на текущий момент в мировой экономике сложились хорошие условия для роста как количества, так и объема сделок по объединению компаний.

Литература

1. EDGAR Company Filings (Forms 10-Q and 10-K): [Электронный ресурс]. URL: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>.
2. Minutes of the Board's discount rate meetings from December 4 and December 13, 2017: [Электронный ресурс]. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20180109a.htm>.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2014. 1315 с.
4. CVS Health to Acquire Aetna; Combination to Provide Consumers with a Better Experience, Reduced Costs and Improved Access to Health Care Experts in Homes and Communities Across the Country: [Электронный ресурс]. URL: <https://cvshealth.com/newsroom/press-releases/cvs-health-acquire-aetna-combination-provide-consumers-better-experience>.
5. DePamphilis D. M. Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions. 5th ed. Amsterdam [etc.]: Elsevier, 2010. 751 p.
6. Number & Value of M&A Worldwide // Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances: [Электронный ресурс]. URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>.
7. Gaughan P. A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. Chichester: Wiley, 2015. 688 p.
8. The Top Deals (Largest M&A Transactions) // Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances: [Электронный ресурс]. URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>.

9. Statistical Report on Mergers and Acquisitions 1978: [Электронный ресурс]. URL: https://www.ftc.gov/system/files/documents/reports/statistical-report-mergers-acquisitions-1978/statistical_report_on_mergers_aug1980.pdf.
10. Vernimmen P., Quiry P. [et al.] Corporate Finance: Theory and Practice. Chichester: Wiley, 2014. 996 p.

References

1. EDGAR Company Filings (Forms 10-Q and 10-K). Available at: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>. Accessed 11.01.2018.
2. Minutes of the Board's discount rate meetings from December 4 and December 13, 2017. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20180109a.htm>. Accessed 19.12.2017.
3. Damodaran A. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. N.Y.: Wiley Publ., 2001. 992 p. (Russ. ed.: Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: instrumenty i metody otsenki lyubyykh aktivov*. Moscow: Alpina Publ., 2014. 1315 p.).
4. CVS Health to acquire Aetna; Combination to provide consumers with a better experience, reduced costs and improved access to health care experts in homes and communities across the country. Available at: <https://cvshealth.com/newsroom/press-releases/cvs-health-acquire-aetna-combination-provide-consumers-better-experience>. Accessed 19.12.2017.
5. DePamphilis D. M. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. 5th ed. Amsterdam: Elsevier Publ., 2010. 751 p.
6. *Number & Value of M&A Worldwide*. Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances. Available at: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>. Accessed 11.01.2018.
7. Gaughan P. A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Chichester: Wiley Publ., 2015. 688 p.
8. *The Top Deals (Largest M&A Transactions)*. Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances. Available at: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>. Accessed 11.01.2018.
9. *Statistical Report on Mergers and Acquisitions 1978*. Washington, DC: Bureau of Economics, Federal Trade Commission, 1980. 272 p. Available at: https://www.ftc.gov/system/files/documents/reports/statistical-report-mergers-acquisitions-1978/statistical_report_on_mergers_aug1980.pdf. Accessed 19.12.2017.
10. Vernimmen P., Quiry P., Dalocchio M., Le Fur Y., Salvi A. *Corporate finance: Theory and practice*. Chichester: Wiley Publ., 2014. 996 p.