

М. М. Мусатова

## Интенсивность интеграционных процессов российских компаний в 2001–2004 гг.: эконометрическая оценка<sup>1</sup>

*Цель статьи — выявление особенностей интеграционных процессов российских компаний в период экономического роста на основе эконометрического моделирования. Разработанная методика определения зависимости числа интеграционных сделок от макроэкономических индикаторов на основе пуассоновской регрессии с добавлением в нее линейного тренда и гармонических переменных является одной из первых попыток проведения эконометрического анализа для российских условий процессов слияний и поглощений.*

### 1. Введение

В условиях экономического роста и формирования конкурентных рынков важным фактором повышения конкурентоспособности становятся интеграционные процессы в бизнесе, направленные на увеличение его масштаба и доли на рынке. При объединении связанных производств или работающих на одном рынке компаний снижаются издержки производства и трансакций. При этом участие в капитале предприятия через покупку акций является страховкой хозяйственных связей и вложенных в его развитие инвестиций, а при включении в мощную группу — позволяет защититься от недружественного поглощения. Отдельное независимое предприятие перестало быть доминирующей формой бизнеса, широкое распространение получили различные интегрированные бизнес-структуры. Конечной целью интеграции является быстрое становление новой сильной компании-лидера, более эффективной, чем каждая из объединившихся компаний до интеграции.

В мировой практике сложились разнообразные формы интеграции фирм, различающиеся целями сотрудничества, характером хозяйственных отношений между их участниками, степенью самостоятельности входящих в объединение предприятий. Несмотря на многочисленность и большие объемы интеграционных сделок на рынке корпоративного контроля, эта сфера деятельности одна из самых сложных и мало изученных российской экономической наукой.

Теоретики и практики трактуют интеграционные сделки порой неоднозначно. Попытки систематизировать необходимые определения и внести недостающие элементы сделок по интеграции корпораций были сделаны экспертами российского информационного агентства «Слияния и поглощения»<sup>2</sup>, российским журналом «Слияния и поглощения»<sup>3</sup>, международной консалтинговой фирмой McKinsey<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Работа выполнена в рамках гранта РГНФ № 09-02-00 418а.

<sup>2</sup> Официальный сайт информационного агентства M&A Agency ([www.mergers.ru](http://www.mergers.ru)).

<sup>3</sup> Официальный сайт журнала «Слияния и поглощения» ([www.ma-journal.ru](http://www.ma-journal.ru)).

<sup>4</sup> Официальный сайт Международной консалтинговой фирмы McKinsey ([www.mccinsey.com](http://www.mccinsey.com)).

Классификация интеграционных процессов на основе степени корпоративного контроля представлена на рис. 1.

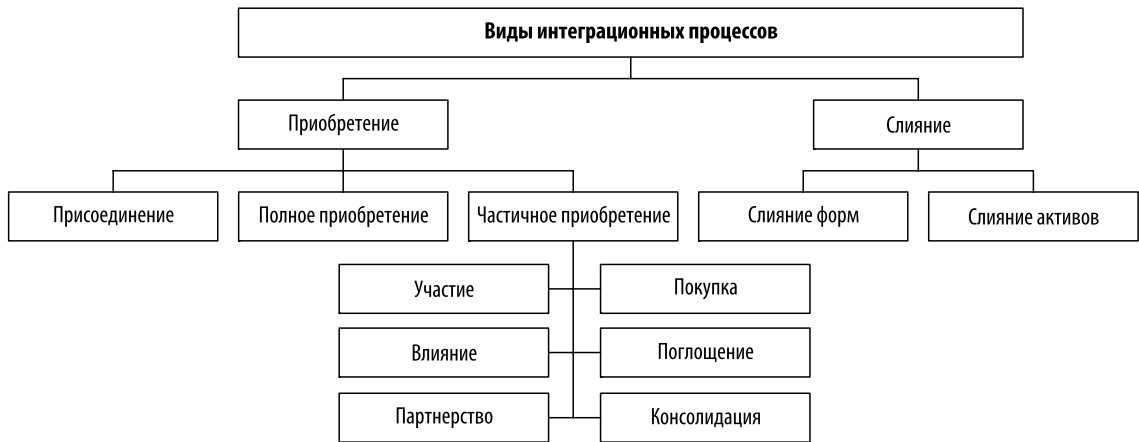


Рис. 1. Классификация процессов корпоративной интеграции [Игнатишин (2005)]

Интеграционные сделки могут принимать различные организационные формы с учетом следующих критериев: степень приобретаемого контроля, степень участия менеджмента в принятии решений об интеграции, число участников в сделке. Основными организационными формами интеграционных процессов на рынке корпоративного контроля являются слияние и поглощение/приобретение.

В современном корпоративном менеджменте выделяют множество разнообразных типов интеграционных сделок. При типологии этих процессов принимаются во внимание следующие признаки: мотивы интеграции, характер интеграции компаний, национальная принадлежность объединяемых компаний, направленность сделок, отношение компаний к слияниям, способ объединения потенциала, условия слияния, механизм слияния. При классификации интеграционных сделок по критерию «отраслевая проекция», как правило, используют деление по отраслям экономики, в котором участники интеграции представлены согласно стандартной структуре отраслей: машиностроение, сельское хозяйство, транспорт, строительство и т. п. Основные характеристики корпоративных интеграционных сделок приведены на рис. 2.

Существуют противоположные точки зрения на целесообразность и эффективность подобной реструктуризации компаний. Исследование интеграционных процессов в странах с развитой институциональной средой в значительной степени основывается на эконометрических подходах.

Большинство работ зарубежных исследователей посвящено динамике макроэкономических показателей и ее влиянию на интенсивность процессов слияний и поглощений. Данное направление исследования актуально и для России. Хотя многие модели этого направления, по всей видимости, пока не удастся реализовать в российских условиях: в силу ограниченности российских данных достаточно сложно использовать модели временных рядов, апробированные Р. Мелихером [Melicher, Ledolter и др. (1983)] для рынка M&A (mergers/acquisitions — слияний/поглощений) процессов; ввиду отсутствия статистической информа-

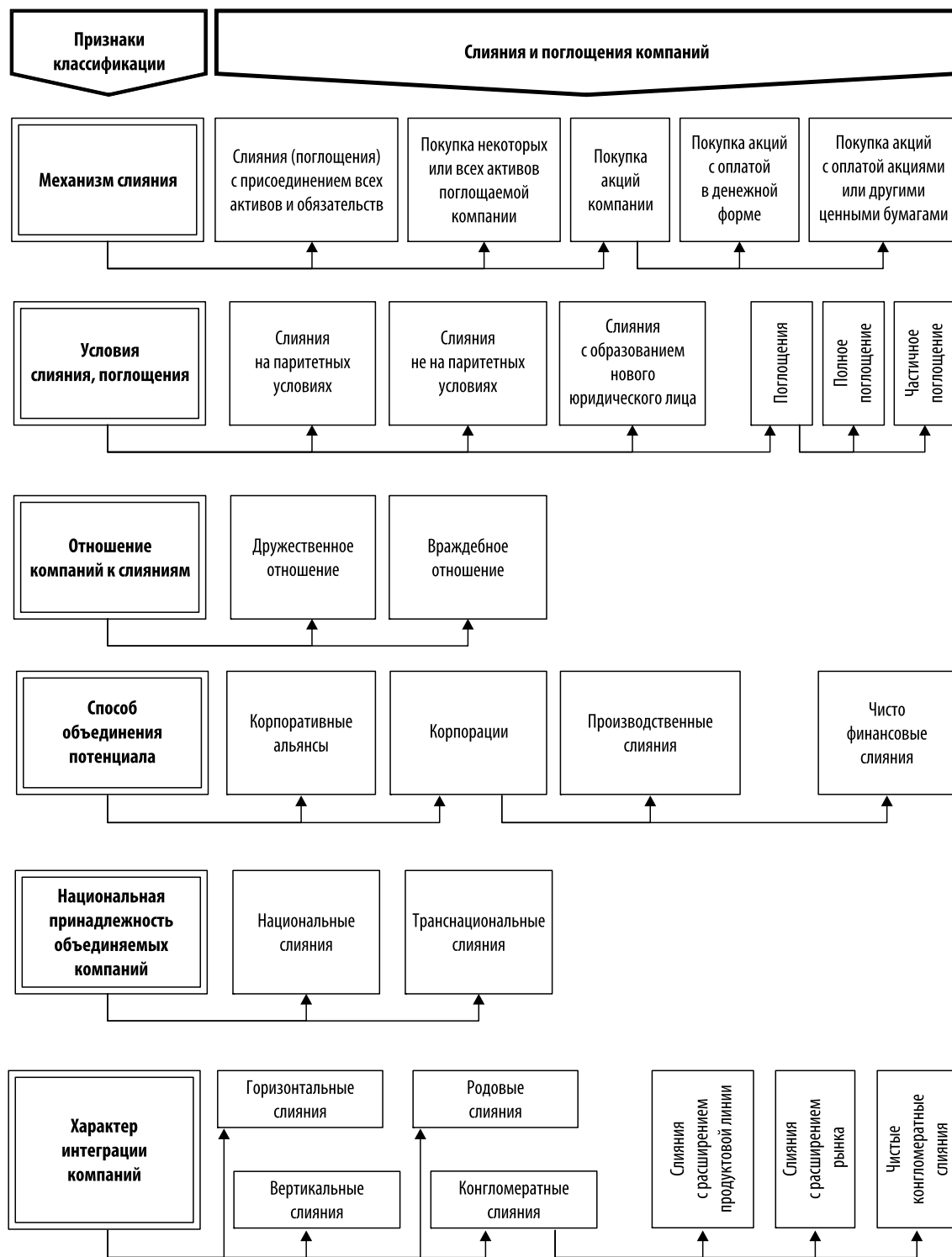


Рис. 2. Классификация слияний и поглощений по 6 признакам

ции по политическим переменным, аналогичным приведенным в работе Т.Янтека [Yantek, Gartrell (1988)], невозможно сконструировать подобные регрессоры для России. На основе проведенного сравнительного анализа эконометрических подходов в зарубежной практике для анализа процессов корпоративной интеграции в России с учетом имеющейся информационной базы по корпоративным сделкам (их направления, стоимость и количество) был выбран подход, описывающий интенсивность процессов слияний/поглощений и влияние на него динамики макроэкономических показателей (таких, как объем промышленного производства, индикаторы состояния основных отраслей, сальдированный финансовый результат и др.).

## 2. Анализ агрегированной активности интеграционных процессов

Эконометрический анализ интеграционных процессов российских компаний стал возможен лишь с 2001 г., так как до этого отсутствовала методология формирования статистической информации по интеграционным сделкам, не было институциональной структуры, отвечающей за составление ежегодных и помесячных баз данных по сделкам подобного рода; часть информации была закрытой, а достоверность имеющейся вызывала сомнение. За период 2001–2004 г. было проведено более 2500 сделок общей стоимостью более 64 млрд долл.<sup>5</sup> Наглядно рост количества сделок можно представить на рис. 3.

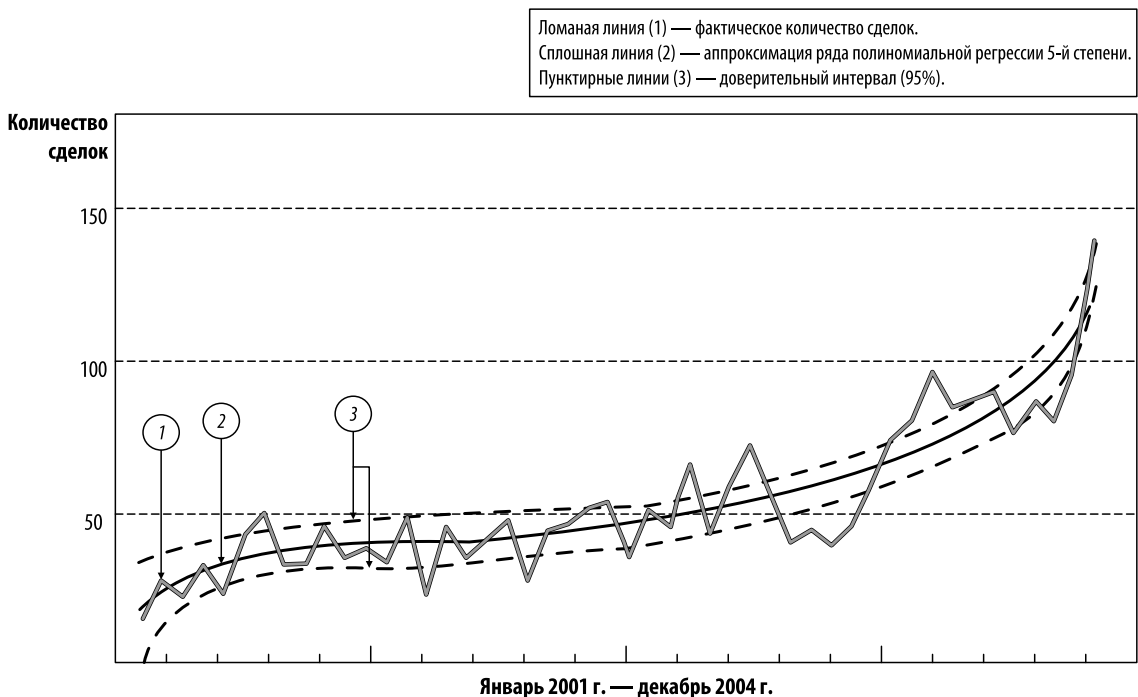


Рис. 3. Динамика количества интеграционных сделок

<sup>5</sup> Данные о количестве, стоимости и направлениях интеграции были предоставлены информационным агентством M&A Agency (проект Mergers.ru) [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru). Информация по макроэкономическим индикаторам сформирована на данных Федеральной службы государственной статистики <http://www.gks.ru>.

В процессах корпоративной интеграции в 2001–2004 гг. численно преобладали горизонтальные сделки (около 64% всех транзакций), а вертикальные и диверсификационные составляли соответственно по количеству 15 и 21%. Это свидетельствует о том, что финансово-промышленные группы уже выстроили полноценную вертикальную структуру своих холдингов и усиливали свои позиции, искали пути роста за счет увеличения доли на традиционном рынке и выхода на новые перспективные рынки.

Исходная гипотеза зависимости числа интеграционных сделок от макроэкономических индикаторов формулируется следующим образом: рост экономики и улучшение финансового состояния предприятий должны сказываться положительно на динамике интеграционных процессов в стране. В то же время рост волатильности как основной меры риска должен быть отрицательно связан с активностью на рынке корпоративного контроля. Интенсивность процессов корпоративной интеграции должна быть положительно связана с числом убыточных организаций.

Методика эконометрической проверки сформулированной гипотезы предполагает построение следующей регрессионной модели (в скобках указан ожидаемый знак переменной) и определение значимости ее оценок:

$$MERG = b_0 + b_1^{(+)}INDRATE + b_2^{(+)}SALDO + b_3^{(-)}VOLATIL + b_4^{(+)}UNPROFIT.$$

В качестве независимых переменных были выбраны следующие:

*INDRATE* — реальный темп роста объемов промышленного производства;

*SALDO* — сальдированный финансовый результат основных отраслей экономики (реальный);

*VOLATIL* — волатильность индекса РТС;

*UNPROFIT* — удельный вес убыточных организаций в общем числе организаций в промышленности, %;

*MERG* — моделируемый показатель количества интеграционных сделок.

Таким образом, показатель интенсивности интеграционных сделок формировался под влиянием четырех групп факторов.

**Реальный темп роста объемов промышленного производства** (*INDRATE*) отражает изменение экономической конъюнктуры. Объем промышленного производства был дефлирован на индекс потребительских цен для получения сопоставимых оценок.

**Сальдированный финансовый результат основных отраслей экономики** (*SALDO*) (без организаций сельского хозяйства, субъектов малого предпринимательства, банков, страховых и бюджетных организаций) может служить индикатором, отражающим наличие нераспределенных денежных средств, которые предприятия различных отраслей могут направлять на финансирование стратегии внешнего роста. Более точно — под сальдированным финансовым результатом (в млн руб.), по терминологии Федеральной статистической службы, подразумевается «конечный финансовый результат, выявленный на основании бухгалтерского учета всех хозяйственных операций организаций: он представляет собой сумму сальдированного финансового результата от продажи продукции (работ, услуг), основных средств, иного имущества организаций и доходов от внереализационных операций, уменьшенных на сумму расходов по этим операциям» [Социально-экономическое положение

ние России (2003–2004)]. Поскольку данный показатель является агрегированным и объединяет все отрасли, для того чтобы избавиться от возможной нелинейной связи, использовался натуральный логарифм данного индикатора.

**Волатильность фондового рынка** (*VOLATIL*) может служить мерой риска/неопределенности в экономике. Данный показатель рассчитывался на основе дневных значений доходности индекса РТС-1, взятых на момент закрытия сессии. Как представляется, именно значение закрытия является наиболее репрезентативным показателем для целей настоящего исследования. Волатильность рассчитывалась как среднеквадратическое отклонение доходности для конкретного месяца. Поскольку наличие риска снижает привлекательность любых инвестиционных проектов, в том числе слияний и поглощений, естественно ожидать, что данный показатель войдет в модель с отрицательным знаком.

**Удельный вес убыточных организаций в общем числе организаций в промышленности** (*UNPROFIT*) отражает текущую экономическую ситуацию на предприятиях и влияет на ожидания агентов рынка. При включении данного показателя можно проверить наличие такого финансового мотива к проведению интеграции, как избежание банкротства. Многие предприятия, попавшие в тяжелое финансовое положение, имеют, по большому счету, два выхода: банкротство или продажа бизнеса. Поэтому в рамках таких предположений можно ожидать однонаправленное изменение числа слияний и доли убыточных организаций.

Поскольку в реальной действительности планирование и проведение типичной интеграционной сделки занимают не один месяц, в некоторых случаях логично предположить влияние не самих переменных, а их лагов. Аналитики финансовых компаний и эксперты утверждают, что в реальности причинно-следственная направленность связи M&A и выбранных регрессоров неоднозначна: интеграционные сделки могут влиять как на объем промышленного производства, так и на финансовые результаты фирм и отраслей. По этой же причине в модель не была включена учетная ставка как показатель, отражающий стоимость заемного капитала и, следовательно, издержки финансирования сделки по слиянию/поглощению.

В связи с тем что зависимая переменная — число интеграционных сделок — имеет целочисленный характер, в качестве инструмента анализа была выбрана пуассоновская регрессия, расчеты по которой проводились в пакете *Matrixer*.

С учетом того что динамика изменения переменных показывает наличие тренда, необходимо устранить возможность появления ложной регрессии. С этой целью в регрессионную модель был включен линейный тренд.

На динамику выбранных регрессоров оказывает влияние эффект сезонности. Для его элиминирования в модель добавлены переменные  $\sin\left(\frac{2\pi T}{12}\right)$  и  $\cos\left(\frac{2\pi T}{12}\right)$ . Результаты оценивания представлены в табл. 1.

Следует заметить, что полученные оценки переменных являются предварительными. Для полноценного исследования необходимо большее количество наблюдений (как минимум 60). В зарубежной практике также принято тестирование аналогичных моделей для квартальных или годовых данных. Очевидно, для России оценка таких моделей будет невозможна в течение еще по меньшей мере 10 лет. В такой ситуации у исследователя есть выбор: либо не проводить анализ как таковой, либо попытаться получить предварительные

оценки и опробовать методологию. Автор данной работы избрал для себя второй путь, полностью осознавая предварительный характер результатов.

Выбор пуассоновской регрессии был продиктован спецификой расчетов — целочисленным характером зависимой переменной [Green (1997)]<sup>6</sup>. Обычный метод наименьших квадратов может дать в качестве прогноза отрицательное значение количества сделок.

Таблица 1

**Оценка параметров модели с помощью пуассоновской регрессии**

<b>Переменная</b>	<b>Коэффициент и стандартная ошибка</b>
<i>INDRATElag2</i>	-1,319** (0,492)
<i>LnSALDOlag</i>	0,076** (-0,037)
<i>VOLATIL</i>	-0,075** (0,037)
<i>UNPROFIT</i>	-0,020*** (-0,007)
<i>TREND</i>	0,025*** (0,002)
<i>SIN</i>	-0,172*** (0,035)
<i>COS</i>	0,023 (0,029)
$R^2 = 0,81, N = 48$	

**Примечание.** Зависимая переменная — абсолютное число сделок.

\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,1.

\*\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,05.

\*\*\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,01.

Как видно из табл. 1, результаты тестирования модели не полностью совпадают с исходной гипотезой. Предполагаемая положительная взаимозависимость индекса производства и интеграционных сделок не подтвердилась, и мы имеем обратную связь данных переменных. Таким образом, предприятия используют стратегию внешнего развития в периоды ухудшения экономической конъюнктуры. В то же время знак при сальдированном финансовом результате верифицирует гипотезу. Фактор волатильности также является значимым,

<sup>6</sup> Модель пуассоновской регрессии предполагает, что зависимая переменная распределена по пуассоновскому закону  $P\{y = k\} = \frac{e^{-\lambda} \lambda^k}{k!}$ , где  $\lambda > 0, k = 0, 1, \dots$ . Оценки коэффициентов при факторах осуществляются методом максимального правдоподобия.

поэтому можно сделать однозначный вывод о его связи с активностью интеграционных процессов. Наконец, было установлено, что характер зависимости доли убыточных предприятий и интеграционных сделок — обратный, что не совпадает с исходными предположениями. По-видимому, весьма популярный ранее способ захвата и поглощения через процедуру банкротства применялся в этот период несколько реже. Одна из главных причин этого в том, что предприятие-банкрот надолго перестает работать в нормальном режиме, и интерес «захватчика» к нему падает. Кроме того, общая сумма расходов при таком захвате (сумма долга плюс затраты на покупку активов) может превысить реальную стоимость приобретенного предприятия.

В проведенных расчетах вспомогательные переменные *TREND* и *SIN* значимы. Поскольку эти переменные не относятся к проверяемой гипотезе, в дальнейшем будем опускать их оценки в результирующих таблицах.

Обзор литературы показывает, что обоснованно включать в уравнение регрессии лаги длины 1–3. В данной статье имеющаяся статистическая база была значительно узкой по сравнению с используемыми в мировой практике базами. Выбор конкретного лага определялся на основе статистической значимости и качества получаемой модели. Тестировались различные спецификации уравнения — с разными лагами независимых переменных. На основе статистической значимости были определены лаг, равный 2 для переменной *INDRATE* (лаг, равный 1, оказался незначимым), и лаг, равный 1 для переменной *LnSALDO*. Вместе с тем окончательный выбор лагов определялся в соответствии с экономическим смыслом задачи, с учетом мотивов сделок по слияниям и поглощениям компаний. Кроме того, на выбор величины лага накладывала отпечаток специфика рассматриваемого периода в России (передел собственности, высокая рентабельность компаний сырьевого сектора). Высокая доходность российских компаний в рассматриваемый период требовала достаточно быстрых инвестиционных решений, поэтому выбор лага, равного 1 для переменной *LnSALDO*, с экономической точки зрения был целесообразен.

Большинство M&A в России происходило именно в горизонтальной плоскости, следовательно, предприятия приобретали дополнительные мощности в связи с исчерпанием потенциала роста за счет внутренних источников. Таким образом, при принятии решения о слиянии/поглощении прослеживается влияние *операционных* и отдельных *стратегических* — таких, например, как выход на новые рынки и давление на конкурента. Данный вывод согласуется с результатами зарубежных исследователей — В. Трембля и С. Трембля [Tremblay, Tremblay (1988)] и Бекетти [Beckett (1986)].

Положительная связь была установлена между интеграционными процессами и логарифмом сальдированного финансового результата. Таким образом, при проведении слияния была велика роль свободных денежных средств, наличествующих на предприятии. Это говорит о присутствии в интеграционных сделках *инвестиционного* мотива (вложение свободных денежных средств в привлекательные проекты). Точнее, нами было получено, что при росте сальдированного финансового результата в текущем месяце предприятия закладывали средства на проведение сделки по приобретению активов на следующий месяц. Данный вывод также подтверждается зарубежными исследованиями — например, [Yantek, Gartrell (1988)].

Отрицательный значимый коэффициент при волатильности верифицирует гипотезу об обратной связи риска и инвестиционных решений в экономике. Вместе с тем было получено, что участники рынка корпоративного контроля старались приобретать финансово



стабильные компании, нежели компании, находящиеся в тяжелом экономическом положении. Как правило, покупка компаний, находящихся в состоянии банкротства, позволяет поглощающей компании использовать убытки компании-цели для снижения налогооблагаемой базы. Таким образом, мы установили, что в 2001–2004 гг. при проведении сделок M&A мотив *снижения налоговой базы* не являлся доминирующим. Данный вывод также находит подтверждение в работе Р. Шривеса и Д. Стивенса [Shrieves, Stevens (1979)].

### **3. Проверка основных гипотез моделирования на уровне отдельных секторов**

Как было сказано, слияния и поглощения компаний классифицируются по различным признакам (рис. 2), при этом важную роль для национальной экономики играет их отраслевая структура или отраслевая проекция.

В 2001–2004 гг. активность интеграционных процессов в России была неоднородна по отраслям и секторам: по количеству сделок лидировали пищевая отрасль и сектор финансовых и страховых услуг, в то время как по стоимостному критерию ведущими являлись нефтегазовая и металлургическая отрасли (табл. 2). Для анализа были отобраны 4 ключевых сектора реальной сферы.

Таблица 2

**Дифференциация сделок по M&A: отраслевая проекция 2004 г.<sup>7</sup>**

Доля отрасли в количестве сделок	Доля отрасли в сумме сделок		
	Низкая (< 4%)	Средняя (4–9%)	Значительная (> 10%)
<b>Значительная (&gt; 10%)</b>		Пищевая промышленность. Финансы, инвестиции, страхование и консалтинг. Услуги, транспорт, торговля	Нефть, газ, уголь. Телекоммуникации
<b>Средняя (4–9%)</b>	Машиностроение. Химия, нефтехимия. Строительство. СМИ, реклама, спорт		Металлургия
<b>Низкая (&lt; 4%)</b>	Лесная и целлюлозно-бумажная. Легкая промышленность. Фармацевтика, косметика	Энергетика	

<sup>7</sup> Составлено автором на основе данных информационного агентства M&A Agency ([www.mergers.ru](http://www.mergers.ru)).

Методология моделирования в отраслевых комплексах была идентична агрегированному подходу. В качестве независимых переменных в данные модели включены индекс производства (*INDEX*)<sup>8</sup> и темпы роста сальдированного финансового результата (*SALDO*), дефлированные с учетом индекса потребительских цен. Проведенные расчеты показали, что переменные значимы с тем же знаком, что и в агрегированной модели. Тем не менее специфика секторов придает особенность их количественной оценке.

### 3.1. Топливо-энергетический комплекс

Нефтегазовый комплекс является базовым сектором экономики России, играющим ведущую роль в формировании доходов государственного бюджета и активного платежного баланса страны. Для этого сектора период 2001–2004 гг. характеризовался устойчивым ростом производства, прибыли и инвестиций под влиянием высоких мировых цен на нефть и общего экономического роста внутри страны [Российский статистический ежегодник (2003)]. В целом показатели рентабельности продукции и финансовой устойчивости в ТЭКе были одними из самых высоких среди всех отраслей промышленности, они уступали в то время только металлургическому сектору (31% в противовес 36,6%). Высокий уровень мировых цен на нефть обусловил сохранение достаточно высоких доходов в данном секторе.

В нефтегазовом секторе традиционно отмечается наибольшая активность в сфере корпоративных сделок. В 2001–2004 гг. на ТЭК в общем количестве сделок приходилось 10,8%, а доля сектора в стоимости интеграции составляла 38% общероссийского уровня. Как видно из табл. 3, горизонтальные сделки оставались преобладающими. Высокая доля горизонтальной интеграции также свидетельствовала о том, что стратегией нефтегазовых корпораций являлось стремление к глобальному видению рынков. Поэтому стратегия таких корпораций основывалась на экспансии на международные рынки и интеграции в единую международную сеть всех производственных мощностей, дочерних компаний и филиалов.

Таблица 3

#### Внутриотраслевая интеграция в ТЭКе в 2001–2004 гг.

Доля в общем объеме сделок, %	Направление интеграции			
	Горизонтальная	Вертикальная	Круговая	Параллельная
По числу	68	25	6,6	0,4
По стоимости	94	5	1,0	0,0

*Параллельная интеграция* (родовые слияния), под которой обычно понимают процесс, затрагивающий родственных участников, производителей зависимых друг от друга продуктов, в ТЭКе успехом не пользовалась. У участников рынка топливо-энергетических ресурсов совершенно отсутствовали мотивы к *круговой интеграции*, предполагающей объединение участников различных сегментов рынка, производственных цепочек [Владимирова (1999)].

<sup>8</sup> В моделях отраслевых комплексов реальный темп роста объемов производства обозначался как *INDEX* в отличие от индекса производства в целом по экономике России — *INDRATE*.

Представление сделок по виду интеграции позволяет увидеть, что движение прав на рынке корпоративного контроля в ТЭКе имело следующие особенности (рис. 4). Во-первых, участники сделок консолидировали свои активы, постепенно выкупая небольшие пакеты либо у миноритарных акционеров, либо у финансовых групп, решивших избавиться от непрофильных активов. Тем самым компании повышали степень управляемости подконтрольными структурами. Во-вторых, весомый процент сделок полного приобретения позволяет сделать вывод о серьезности намерений и об их стратегическом императиве.

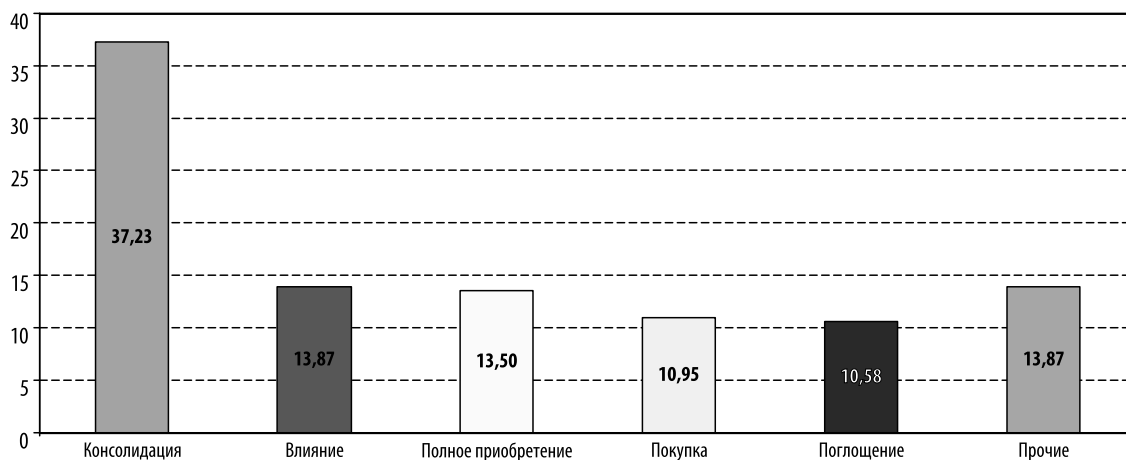


Рис. 4. Видовая интеграция в ТЭКе в 2001–2004 гг., %

Как и в целом для агрегированного уровня анализа, доля сделок с высокой степенью приобретаемого контроля существенна, а сделки по слиянию активов практически не присутствовали в стратегии компаний (шесть сделок за 4 года). Все сказанное выше позволяет предположить, что процессы корпоративной интеграции в ТЭКе должны положительно зависеть от темпов роста финансового результата и отрицательно — от индекса его производства. Результаты оценивания на модельном уровне показали, что процессы корпоративной интеграции в топливно-энергетическом комплексе и на агрегированном уровне характеризовались той же направленностью. Параметры модели отражены в табл. 4.

Таблица 4

Оценки модели для ТЭКа

Показатель	Коэффициент и стандартная ошибка
<i>INDEXlag2</i>	-0,030* (0,0144)
<i>SALDOlag</i>	0,028* (0,0131)
$R^2 = 0,36, N = 48$	

\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,05.

Инерция реакции интеграционных процессов для топливно-энергетического комплекса (как успешно развивающегося комплекса) в ответ на изменение темпов роста производства составляла 2 месяца. При этом основной источник финансирования таких сделок — стабильный приток денежных средств от экспортных операций — позволял предприятиям сократить время на оплату сделки до 1 месяца.

### 3.2. *Металлургический комплекс*

Металлургический комплекс имеет существенные особенности по сравнению с другими отраслями промышленности [Экономика переходного периода, (2003)]. Можно выделить следующие моменты: ограниченное число участников рынка, высокую капиталоемкость, различия в сырьевой базе и технологическом уровне и пр. Рынок металлургической продукции является высококонкурентным, он отличается цикличностью спроса и более динамичной изменчивостью цен и доходов по сравнению с другими отраслями промышленности. Изменение внешнеэкономической конъюнктуры существенно отражается на динамике развития российской металлургии, поскольку более 50% производимой продукции экспортируется. Однако ситуация докризисных лет показывает, что при сохранении ценовых конкурентных преимуществ и расширении внутреннего потребления российские предприятия способны успешно адаптироваться к колебаниям мирового рынка.

Для металлургического комплекса была характерна стабильно высокая доля в стоимостной оценке интеграционных процессов — до 20,45% общероссийского объема, хотя число проводимых сделок снижалось и составляло в 2004 г. всего 8% совокупной активности. В комплексе, как и в стране в целом, преобладали процессы горизонтальной интеграции (табл. 5), в результате которых происходило объединение участников одного сегмента отрасли, производящих сходный продукт и имеющих аналогичный производственный цикл.

Таблица 5

#### Внутриотраслевая интеграция в металлургическом комплексе в 2001–2004 гг.

Доля в общем объеме сделок, %	Направление сделок*		
	Горизонтальная	Вертикальная	Круговая
По числу	63	24	13
По стоимости	85	14	1

\* Сделки параллельной диверсификации не отмечены.

К концу 2004 г. черную металлургию России представляли около 1400 предприятий. Основные объемы производства были сконцентрированы на 25 предприятиях, из которых 9 являлись крупнейшими. На долю этих предприятий приходилось около 90% производимого в стране чугуна, стали и готового проката. Большинство остальных предприятий отрасли находилось либо на грани, либо в процессе банкротства, постоянно меняя собственников.

В основном к концу 2004 г. металлурги были близки к завершению вертикальной экспансии и переходили к стратегии избранных покупок недостающих активов. Основным мотивом многих российских производителей металлургической продукции было стремление стать глобальной корпорацией. Поиск объектов для поглощения происходил на всех рынках — на европейском, американском и пространстве СНГ. Значения оценок регрессионной модели, отражающей интеграционные процессы в комплексе, приведены в табл. 6.

Таблица 6

**Оценки регрессионной модели для металлургического комплекса**

<b>Показатель</b>	<b>Коэффициент и стандартная ошибка</b>
<i>INDEXlag2</i>	-0,049* (0,0169)
<i>SALDOlag2</i>	0,033** (0.0148)
$R^2 = 0,22, N = 48$	

\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,01.

\*\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,05.

Исходя из проведенного анализа можно сделать вывод: стабильный спрос на продукцию металлургии как на внешнем, так и на внутреннем рынке позволял компаниям этого комплекса в полной мере ориентироваться на потребности. Необходимо отметить, что процесс выделения средств на финансирование сделки занимал несколько больше времени, чем в других секторах.

Не отрицая возможности дальнейшего процесса консолидации активов внутри крупнейших групп компаний, можно с уверенностью утверждать, что в краткосрочной перспективе мегасделок на рынке корпоративного контроля в металлургии не произойдет. Это объясняется как отсутствием экономической целесообразности, так и сложностью предстоящей интеграции. Поэтому для компаний-конгломератов в настоящее время как никогда актуальны процессы «мягкой» интеграции и поиск новых форм кооперации.

**3.3. Лесной комплекс**

К концу 2004 г. в составе лесопромышленного комплекса (ЛПК) функционировало около 20 тыс. предприятий, при этом в 45 субъектах Российской Федерации лесной сектор экономики являлся приоритетным сектором промышленности. Лесопромышленный комплекс состоит из трех связанных между собой отраслей: лесозаготовительной, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной. В его структуре по состоянию на 2004 г. 17% составляла лесозаготовительная промышленность, 40% — деревообрабатывающая и 43% — целлюлозно-бумажная и лесохимическая промышленность.

Лесной сектор в этот период представлял собой пример стагнирующего производства. По данным Федеральной службы государственной статистики, индекс производства по ком-

плексу в целом в 2004 г. составил 103% по отношению к предыдущему году. Начиная с 2000 г. его рост обеспечивала только целлюлозно-бумажная промышленность. Переработка леса в лесохимической и целлюлозно-бумажной промышленности приносила максимальную прибыль в ЛПК. Здесь создавался продукт высокого передела — целлюлоза, сырье для текстильной, химической, бумажной промышленности, бумага и картон. В этом заключалось отличие ЛПК от другого сектора — ТЭКа, где большая прибыль зачастую обеспечивалась экспортом продукта с невысокой долей добавленной стоимости.

В 2004 г. деревообрабатывающий сектор впервые за 3 года продемонстрировал рост — хотя всего на 2,1%. Произошло это благодаря внедрению новых для России технологий — в частности, мощностей по производству плит средней плотности (аналог древесноволокнистой). В 2004 г. в стране были запущены 4 новых завода по производству таких плит, их общая мощность составила около 850 тыс. м<sup>3</sup> в год. В то же время лесозаготовительная промышленность традиционно демонстрировала слабые результаты: индекс производства падал четвертый год подряд. В 2004 г. он составил 98,3%. Вместе с тем точный учет в этом секторе затруднен из-за того, что здесь широко распространены незаконные — а значит, неучтенные — вырубки. По данным Федерального агентства лесного хозяйства и экологических организаций, удельный вес незаконных рубок в России колеблется от 5% в Центральном федеральном округе до 30% в Приморском крае.

Невысокие темпы развития лесного комплекса, безусловно, были связаны с крайне низкими объемами инвестиций и отсутствием ввода новых мощностей. Крупнейшие целлюлозно-бумажные предприятия России были построены еще в 60–70-е годы прошлого века. Многие предприятия работали на пределе своих мощностей, их основные средства изношены на 60–80%, при этом выбытие основных фондов шло более быстрыми темпами, чем их обновление. По состоянию на 2005 г. не более 5–6% оборудования имело срок службы менее 5 лет, тогда как более половины техники эксплуатировалось свыше 25 лет. По оценкам специалистов, обеспечиваемый до 2005 г. объем инвестиций был в 3–4 раза меньше, чем требовалось для динамичного роста отрасли.

Причин тому было несколько:

во-первых, очень высокая стоимость строительства нового предприятия. По оценкам специалистов «Континенталь менеджмент», возведение с нуля целлюлозно-бумажного комбината (ЦБК) мощностью 0,5 млн т целлюлозы в год (около 8% российского производства) обходится в 0,8–1,2 млрд долл. Сроки окупаемости таких проектов — 7–10 лет, поэтому в условиях высокой изменчивости мировых цен на целлюлозу подобные вложения слишком рискованны;

во-вторых, невозможность привлечения средств. Объем имеющихся собственных и потенциальных заемных средств был невелик. Капитализация лесопромышленных предприятий в среднем в мире примерно равна их выручке, поэтому возможности привлечения кредитов также ограничены. В российских условиях доступ к заемным средствам был затруднен еще из-за неустойчивой структуры собственности. В сфере лесопиления и деревообработки в последние годы создавались буквально единицы по-настоящему крупных предприятий. Активно развивались лишь сравнительно небольшие производства по механической переработке древесины;

в-третьих, удовлетворенный внутренний спрос. На внешнем рынке высок уровень конкуренции, и увеличить долю на нем сложно. В 2004 г. в России производилось около 5,9 млн т

целлюлозы в год, а согласно прогнозам консалтинговой компании «Харрис групп» (Санкт-Петербург), к 2010 г. потребность в ней с учетом возможностей экспорта не превысит 6,3–6,6 млн т. Таким образом, строительство новых ЦБК в последние годы не требовалось.

Более 50% всей производимой продукции лесного комплекса направляется за границу. По объему валютной выручки лесозаготовительная промышленность стабильно занимает 5–6-е место среди прочих экспортеров страны. Между тем, обладая примерно  $\frac{1}{5}$  лесных ресурсов планеты, в мировом лесном экспорте Россия имеет долю лишь 2–3%. Традиционно экспортируются сырье и полуфабрикаты, а импортируется продукция углубленной переработки древесины. В 2004 г. происходило дальнейшее увеличение вывоза продукции первичного передела (круглый лес и полуфабрикаты низкой степени переработки). Несмотря на увеличение экспортных поставок, Россия в несколько раз уступает ведущим игрокам данного рынка.

Российский лес остается важнейшим ресурсом, который до сих пор не поделен между крупным капиталом. В последние годы среди 200 крупнейших предприятий ЛПК России (рейтинг журнала «Эксперт»<sup>9</sup>) выделено более 10 крупных лесопромышленных бизнес-групп корпоративного типа. Большинство из них представляют собой холдинговые структуры, объединяющие как лесозаготовительные предприятия, так и предприятия глубокой переработки древесины, т. е. построенные по принципу вертикальной интеграции.

По мнению экспертов, консолидация ЛПК сегодня далеко не завершена и общий уровень интеграции в отрасли остается очень низким. Существующая в настоящее время структура отрасли сформировалась в результате приватизации: большая часть леспромпхозов и лесопильных заводов приватизировалась не в составе крупных холдингов, а как отдельные предприятия. В результате появилось много мелких предприятий с устаревшим оборудованием, большинство которых не имеет ресурсов для проведения модернизации производства. Мелкие предприятия, не связанные с ЛПК, не в состоянии обновлять производство, и они занимаются демпингом низкокачественной продукции, избегая уплаты налогов и затрат на экологию. В связи с повышением требований к бизнесу, сокращением возможностей нелегальных лесозаготовок, ужесточением требований к качеству и экологичности производства эффективность таких предприятий снижается, что ведет к банкротствам, продаже как самих предприятий, так и их активов.

Высокая фрагментированность лесного комплекса создает большие возможности для развития, что наряду с огромными запасами лесных ресурсов определяет интерес к нему со стороны внешних инвесторов. В последние годы в лесной сектор стали приходить компании из других секторов и отраслей: «Базовый элемент» и «Евразхолдинг» (металлургия), группа «Вектор» (пищевая промышленность). Эти инвесторы покупают производителей бумаги, картона и упаковки и на их базе строят вертикально-интегрированные компании. Тем не менее слабая защищенность прав собственности и непрозрачность российских лесопромышленных компаний являются ключевыми факторами, сдерживающими приход крупных инвесторов в отрасль.

<sup>9</sup> Ежегодный рейтинг крупнейших компаний // Эксперт. 2004. № 37(437). С. 80; 2005. № 38(484). С. 113; 2006. № 37(531). С. 110.

Исходя из анализа направленности интеграции в лесном комплексе есть основания считать данный сектор наиболее тяготеющим к образованию конгломератов (табл. 7) из всех рассматриваемых отраслей. Так, несмотря на то что в общероссийском объеме сделок доля лесного комплекса составляла 2,5%, а в стоимостном выражении — всего 1,97%, почти 8% всех конгломератных слияний в стране происходило именно в этом секторе.

Основными мотивами проведения корпоративной интеграции в лесном комплексе являлись экономия издержек производства и сбыта, упрочение рыночных позиций и диверсификация операций.

Приобретение несвязанных производств, с одной стороны, отвлекало денежные средства от инвестирования в основной вид деятельности, а с другой — снижало зависимость результатов деятельности от текущей конъюнктуры в основной отрасли присутствия. Мотив проведения несвязанной диверсификации заключался в снижении стандартного отклонения потоков денежных средств от операций компании при интеграции с той компанией, у которой потоки денежных средств от операций статистически независимы и отрицательно скоррелированы с потоками денежных средств корпорации-покупателя.

Таблица 7

**Внутриотраслевая интеграция в лесном комплексе в 2001–2004 гг.**

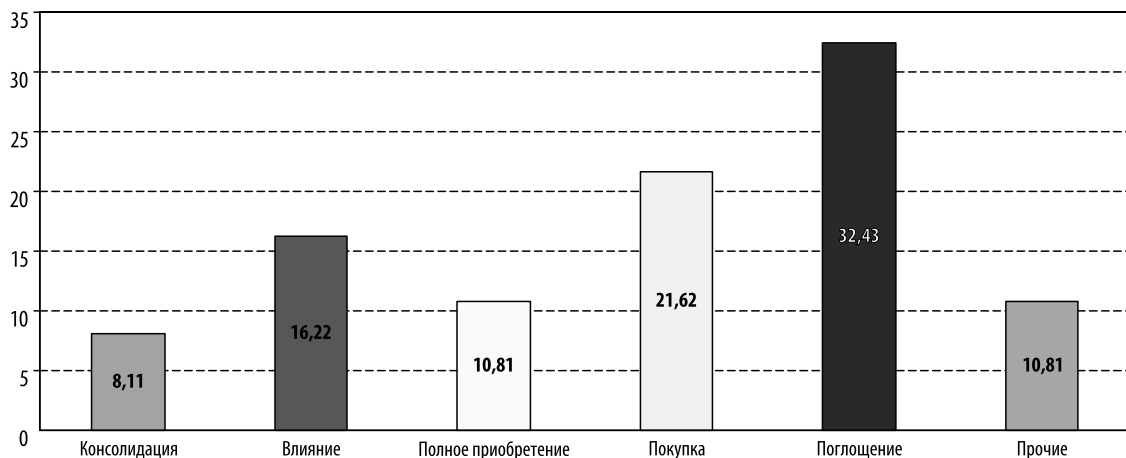
Доля в общем объеме сделок, %	Направление интеграции*		
	Горизонтальная	Вертикальная	Круговая
По числу	53	17	28
По стоимости	49	1	50

\* Сделки параллельной диверсификации не отмечены.

В отношении видов проводимой интеграции в лесном комплексе следует отметить, что распределение интеграционных процессов в лесной отрасли не полностью совпадало с общероссийским (см. рис. 5). Эти данные свидетельствуют о стремлении компаний лесного комплекса к установлению глубоких хозяйственных и тесных партнерских связей. В сочетании с силовыми захватами и враждебными поглощениями, столь характерными для сектора в 2001–2004 гг., быстрое проникновение на предприятие-цель обеспечивало именно преобладающее/доминирующее участие в уставном капитале (УК). Кроме того, для достижения проводимой диверсификации более целесообразным является приобретение существенной доли в УК. В то же время интеграционные процессы в отрасли были далеки от своего завершения, поэтому доля сделок влияния остается значимой, а консолидации — незначительной.

Выявленные тенденции развития лесного комплекса указывают на то, что, скорее всего, процессы корпоративной интеграции в нем должны положительно зависеть от темпов роста финансового результата, в то время как знак при индексе отраслевого производства должен быть отрицательным. Полученные оценки регрессионной модели приведены в табл. 8.





**Рис. 5.** Видовая интеграция в лесном комплексе в 2001–2004 гг., %

Таблица 8

**Оценки регрессионной модели для лесного комплекса**

Показатель	Коэффициент и стандартная ошибка
<i>INDEXlag2</i>	-0,510 (0,806)
<i>SALDOlag</i>	0,134* (0,0366)
$R^2 = 0,15, N = 48$	

\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,01.

Следовательно, для предприятий лесного комплекса, преследовавших цель стабилизации потоков денежных средств и снижения риска, естественно ожидать отсутствия взаимосвязи процесса интеграции с промышленной конъюнктурой и динамикой объемов производства. Отчасти это можно объяснить тем, что интеграционные процессы в этом комплексе связаны с теневой экономикой.

**3.4. Машиностроительный комплекс**

Несмотря на интенсивное наращивание выпуска, устаревшая материально-техническая база и низкая инвестиционная активность в машиностроении выступали факторами, сдерживающими формирование тенденции устойчивого экономического роста. По уровню использования производственных мощностей машиностроение оставалось на одном из последних мест среди отраслей промышленности. Ситуация усугублялась и тем, что с 2000 г. продукция машиностроения перестала соответствовать рыночным стандартам качества и цены, а потому эта отрасль была не в состоянии достичь необходимого уровня продаж, который бы обеспечил средства для осуществления массивных инвестиций в обновление собственных производственных мощностей [Экономика переходного периода, (2003)].

В условиях сложившихся диспропорций низкая конкурентоспособность продукции отечественного машиностроения на мировом рынке повлекла дальнейшее падение спроса на нее. Эта тенденция сохранилась и в 2004 г.: доля машин и оборудования, экспортируемых в страны дальнего зарубежья, в 2004 г. сократилась на 1,6%, достигнув 5,5%. Зато доля соответствующих товаров в структуре импорта значительно возросла — до 45,7% против 40,8% годом ранее.

На внутреннем рынке изменения в структуре производства машиностроительного комплекса определялись главным образом интенсивным расширением спроса отраслей нефтяной промышленности, транспорта и связи. С 2003 г. под влиянием интенсивного развития экспортно-ориентированного сектора экономики в условиях благоприятной ситуации на рынках углеводородного сырья и металлов в машиностроении восстановились темпы роста инвестиций в основной капитал. Это привело к ускорению темпов роста машиностроительных производств, ориентированных на спрос отраслей инфраструктуры и потребительского комплекса [Осипенко (2004)].

Доля сделок в машиностроении по числу транзакций сопоставима с другими отраслями — такими, как металлургия и телекоммуникации, и составляет 8%; в то время как в стоимостном измерении сделки в данной отрасли составляют 2,8% общероссийских масштабов. Детализация интеграционных процессов по их конкретным видам для машиностроения в целом представлена на рис. 6. В отличие от ТЭКа и лесного комплекса, для машиностроительного комплекса (как и для металлургического) характерна высокая интенсивность сделок участия и влияния наравне с тенденцией к приобретению значительной доли в частичном корпоративном контроле.

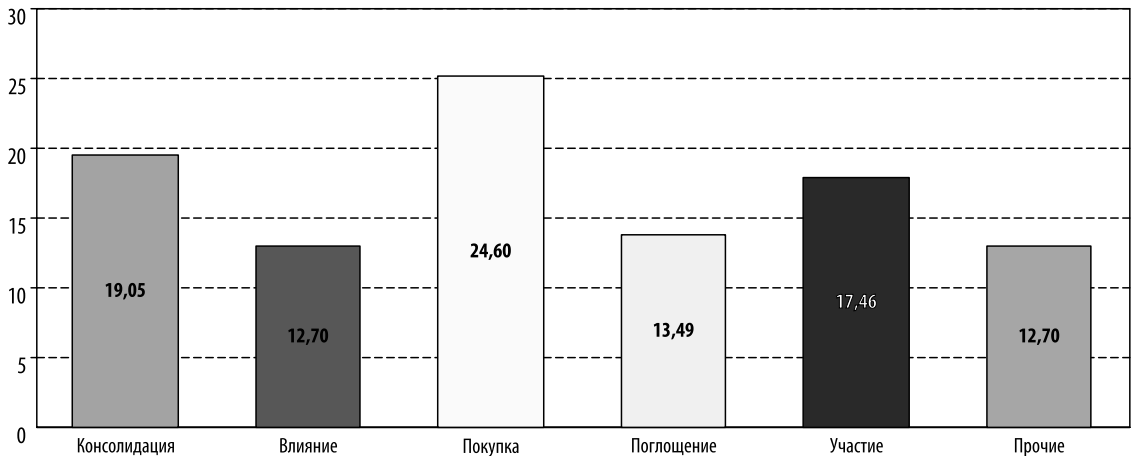


Рис. 6. Видовая интеграция в машиностроении в 2001–2004 гг., %

Доля сделок полного приобретения в данной отрасли незначительна (всего лишь 6,3% числа сделок M&A в отрасли). В целом можно сделать вывод о закреплении в рамках существующих компаний достигнутых ранее интеграционных отношений и их дальнейшего развития (см. табл. 9).

Несоответствие продукции машиностроения критерию «цена/качество» не позволяло данному комплексу извлекать стабильно высокие доходы на рынках, поэтому масштаб интеграционных сделок был невелик и не был жестко привязан к финансовым результатам.

Решающими в интеграционных вопросах являлись экономическая целесообразность сделки и стремление преодолеть негативные тенденции, связанные с динамикой внутреннего рынка.

Таблица 9

**Оценка регрессионной модели для машиностроения**

Показатель	Коэффициент и стандартная ошибка
INDEXlag2	-0,014* (0,0063)
$R^2 = 0,32, N = 48$	

\* Коэффициент статистически значим при уровне значимости, равном 0,05.

**4. Заключение**

Проведенные расчеты в целом подтвердили основные гипотезы о взаимосвязи активности интеграционных процессов и динамики макроэкономических индикаторов.

Результаты проведенных расчетов по количественной оценке интеграционных процессов в 2001–2004 гг. позволили сформулировать ряд выводов.

1. В целом анализ агрегированной активности процессов корпоративной интеграции показывает, что наблюдалась обратная связь (с лагом в 2 месяца) сделок M&A и темпов роста промышленного производства.

2. Увеличение неопределенности на рынке капитала снижало стимулы предприятий к проведению интеграции. Рост числа слияний и поглощений наблюдался в российской экономике на фоне уменьшения доли убыточных предприятий.

3. Эмпирическое тестирование агрегированной динамики числа сделок M&A подтвердило важность для российских компаний операционных, отдельных инвестиционных и стратегических мотивов. Интеграционный мотив снижения налоговой базы оказался несущественным.

4. Для высокорентабельных отраслевых комплексов — таких, как металлургический и ТЭК — взаимосвязи интеграционных процессов корреспондируют с тенденциями на агрегированном уровне. Этому способствовали не только успешность внешнеторговых операций, но и устойчивые темпы роста спроса на внутреннем рынке. Компании в этих комплексах проводили сбалансированную стратегию роста, направленную на расширение операционной деятельности и увеличение своего сегмента рынка.

5. Для отраслевых комплексов с невысокой рентабельностью — таких, как лесной и машиностроительный — параметры процессов корпоративной интеграции несколько отличаются от общероссийских тенденций. Так, в лесном комплексе большая часть роста производства связана с благоприятной конъюнктурой экспортных цен, при этом деятельность многих компаний является непрозрачной. С учетом того что многие компании лесной отрасли старались стабилизировать денежные потоки путем конгломеративных слияний, проведение интеграционных сделок в этом комплексе было связано только с финансовыми ас-

пектами. Напротив, в машиностроительном комплексе не выявлено зависимости активности компаний на рынке M&A от финансовых результатов их деятельности. Предприятия данного сектора наиболее чувствительны к изменению спроса на свою продукцию, который в этот период не демонстрировал положительных темпов роста: потребители переключались на импортную машинотехническую продукцию.

Необходимо дальнейшее исследование динамики интеграционных процессов с помощью различных эконометрических моделей с более высокой объясняющей способностью и прогностической ценностью как в отраслевой проекции, так и на макроуровне. Вместе с тем предложенная методика количественной оценки интеграционных процессов российских компаний может применяться консалтинговыми компаниями, финансовыми институтами, предприятиями, органами государственного управления и иными структурами, осуществляющими экспертизу интеграционных сделок.

### Список литературы

Бурдин Н. А., Шлыков В. М., Егорнов В. А., Саханов В. В. Лесопромышленный комплекс: состояние, проблемы, перспективы. М.: МГУЛ, 2000.

Владимирова И. Г. Слияния и поглощения // *Менеджмент в России и за рубежом*. 1999. № 1. С. 33–36.

Игнатишин Ю. В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. СПб.: Питер, 2005.

Осипенко О. В. Институты корпоративного управления и акционерные конфликты в России. М.: Экмос, 2004.

Российский статистический ежегодник. Статистический сборник. М.: Госкомстат России, 2003.

Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. Рынок корпоративного контроля в России: слияния, поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика, 2002.

Социально-экономическое положение России М.: Государственный комитет Российской Федерации по статистике. Используемые номера: I–XII за 2003–2004 гг.

Экономика переходного периода: очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998–2002. ИЭПП. М.: Дело, 2003.

Becketti S. Corporate mergers and the business cycle // *Federal reserve bank of Kansas city economic review*. 1986. Vol. 71.

Green W. H. *Econometric Analysis*. 3rd edition. Prentice-Hall. 1997.

Melicher R. W., Ledolter J., D'Antonio L. J. A time series analysis of aggregate merger activity // *The review of economics and statistics*. 1983. Vol. 65. № 3. P. 423–430.

Shrieves R., Stevens D. Bankruptcy avoidance as a motive for merger // *Journal of financial and quantitative analysis*. 1979. Vol. 14. № 3. P. 501–515.

Tremblay V., Tremblay C. The determinants of horizontal acquisitions: evidence from the US brewing industry // *The journal of industrial economics*. 1988. Vol. 37. № 1. P. 21–24.

Yantek T., Gartrell K. D. The political climate and corporate mergers: when politics affects economics // *The western political quarterly*. 1988. Vol. 41. № 2. P. 309–322.