Заикин Александр Олегович. Стабилизация финансов корпораций на основе слияний и поглощений : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 182 с. РГБ ОД, 61:06-8/1696

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ 11

1.1. Слияния и поглощения в инвестиционной стратегии корпораций: теория и мировой опыт 11

1.2. Интеграция производства как фактор повышения экономической эффективности и финансовой стабилизации 33

1.3. Необходимость структурной перестройки корпоративного сектора российской экономики 54

ГЛАВА 2. ФИНАНСОВАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ: ОЦЕНКА, ФАКТОРЫ И ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ 75

2.1. Оценка финансовой эффективности слияний и поглощений 75

2.2. Факторы эффективности интеграционных процессов в корпоративном секторе 86

2.3. Финансовые инструменты повышения эффективности слияний и поглощений 103

ГЛАВА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА И ПРОЦЕДУР СТРУКТУРНЫХ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА В РОССИИ... 114

3.1. Особенности процесса экономической консолидации в России: общий и секторальный анализ 114

3.2. Стратегические цели, общие принципы и сдерживающие факторы процесса структурной перестройки российской экономики 132

3.3. Меры по совершенствованию правового и финансового механизмов слияний и поглощений в российской экономике 145

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 158

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 164

ПРИЛОЖЕНИЯ 176

**Введение к работе**

*Актуальность и изученность темы исследования.*По мере развития и усложнения структуры общественного производства слияния и поглощения (СиП) стали неотъемлемым компонентом корпоративной политики и важнейшим фактором развития производительных сил. Ежегодно в мире совершается несколько тысяч сделок СиП, причем их количество постоянно растет и они охватывают все новые отрасли и сферы экономики.

Изучению экономических и финансовых аспектов СиП посвящены научные труды целого ряда отечественных и зарубежных ученых и специалистов. Исследованием роли СиП как инструмента инвестиционной стратегии и корпоративного развития занимались, в частности, Г.П. Подшиваленко, Е.В. Семенкова, Э.А. Уткин, В.Н. Шенаев, Е.И. Шохин, М.А. Эскиндаров, И. Ансофф, П. Асквит, М. Бекье, Д. Бишоп, 3. Боди, Р. Брэйли, Ю. Бригхем, Дж. Ван Хорн, Т. Галпин, С. Майерс, Б. Нил, Р. Пайк, Р. Ролл, С. Фостер.

Анализу воздействия СиП на результаты финансовой деятельности компаний посвящены работы В.В. Бочарова, Ю.В. Игнати-шина, В.Е. Леонтьева, Н.Б. Рудыка, Ю.Н. Хитрова, П. Бергера, П. Гофэна, П. Гохана, М. Липтона, Д. Равенскрафта, П. Хили. Проблемы повышения эффективности СиП, в том числе использованию различных методов их финансирования, а также вопросы методологии оценки стоимости компаний исследованы в работах М.А. Ген-ске, Д.Ю. Горячевой, А.Г. Грязновой, М.Я. Миркина, М.А. Федотовой, А.Б. Фельдмана, Л. Гапенски, А. Грегори, А. Дамодаран, Т. Коллера, Т. Коупленда, А. Лажу, Д. Муррини, Б. Пешеро, С. Рида, К. Ферриса, М.Эрхардта, Ф. Эванса.

Макроэкономические и отраслевые аспекты консолидации финансового и промышленного капитала рассмотрены в трудах Ю.Б. Авхачева, И.Ю. Беляевой, Ю.Б. Винслава, А.Р. Горбунова, А.А. Дынкина, М.С. Ильина, Ю.А. Константинова, Л.Н. Красавиной, Ю.В. Куренкова, О.И. Лаврушина, М.А. Лимитовского, А.В. Мезенцева, А.Г. Мовсесяна, А.Е. Молотникова, Б.М. Смитиенко, А.Г. Тихонова, Е.В. Чередина, Г. Динза, С. Зайзеля, Ф. Крюгера.

Вместе с тем представляется, что механизмы воздействия СиП на состояние финансов корпораций, равно как и факторы, определяющие эффективность СиП для реорганизуемых компаний, до конца не изучены. Так, общепринятым объяснением того факта, что до 40% сделок СиП в мире финансово нерезультативны (не дают компаниям-инициаторам приращения денежного потока и стоимости), являются ошибочная оценка стоимости компании-цели и плохое финансовое структурирование самой сделки. В действительности, наличие большого числа неэффективных сделок СиП свидетельствует о том, что либо у корпораций отсутствуют четкие критерии осуществления СиП, приносящих максимальный экономический эффект, либо не точны и не полны сами методологические подходы к определению экономической результативности СиП.

Как показано в данном исследовании, неэффективные по формальным признакам СиП могут приносить компаниям-инвесторам реальный стабилизирующий финансовый эффект, не просчитываемый существующими методиками. Не имеется единства мнений и в таких ключевых вопросах, как точность определения всех составляющих синергетического эффекта, воздействие синергии на основные финансовые показатели корпораций, зависимость характера СиП от отраслевой принадлежности и инвестиционной стратегии участвующих в сделках компаний. Всестороннее изучение этих проблем позволило бы выявить сравнительные преимущества СиП по

сравнению с другими формами корпоративных инвестиций, а также определить основные условия максимизации финансового эффекта при реорганизации компаний.

Исследование воздействия СиП на финансовое состояние корпораций имеет еще один важный теоретический аспект. Оно позволяет оценить роль экономической консолидации как инструмента укрепления финансов корпоративного сектора развивающейся экономики. Это особенно актуально для российской экономики, в которой, как известно, до трети средних и крупных предприятий убыточны, испытывают серьезный недостаток оборотных средств и инвестиционных ресурсов. Изучение стабилизирующей функции СиП позволит выработать комплекс научно обоснованных мер по повышению эффективности структурной перестройки отечественной экономики.

*Целью диссертационной работы*является расширение и углубление существующих представлений о роли СиП в стабилизации финансов корпораций и выработка на этой основе теоретически обоснованных рекомендаций по повышению эффективности структурной перестройки корпоративного сектора.

Для достижения этой цели потребовалось решить *следующие задачи:*

1. изучить и обобщить существующие научные подходы к оценке роли и места СиП в развитии корпоративного сектора современной экономики;
2. установить предметные механизмы воздействия СиП на финансовые показатели промышленных корпораций и банков;
3. выявить факторы, воздействующие на уровень финансовой эффективности СиП;
4. определить условия, при которых для корпораций достигается максимальный финансовый эффект от СиП;
5. изучить возможности СиП как инструмента повышения конкурентоспособности развивающейся экономики;
6. исследовать особенности и сдерживающие факторы процесса экономической консолидации в России и выработать рекомендации по его оптимизации.

*Объектом исследования*являются финансово-экономические отношения, складывающиеся в процессе структурной перестройки корпоративного сектора национальной экономики.

*Предметом исследования*являются СиП как фактор повышения финансовой эффективности и устойчивости промышленных корпораций и кредитных организаций.

*Теоретической и методологической основой исследования*послужили фундаментальные положения экономической науки и теории финансов, основанные на диалектическом подходе к пониманию объективной природы протекающих в экономике процессов. Для выявления причинно-следственных связей между изучаемыми явлениями в работе использованы системный анализ и синтез, методы сопоставления, сравнения, экстраполяции, расчеты и экспертные оценки. В процессе исследования применялись методы и приемы научной абстракции; экономического, математического и финансового анализа; различные сравнения и аналогии, отдельные элементы статистического моделирования. Внутреннюю логику работы определяет поэтапное решение основных задач научного исследования.

Работа выполнена в соответствии с пунктами 3.3 и 3.12 раздела 3 "Финансы предприятий и организаций" Паспорта специальности ВАК 08.00.10.

*Информаиионно-статистическую базу*исследования составили документы и материалы Правительства РФ, Министерства финансов РФ, Министерства экономического развития и торговли РФ,

Банка России, Федеральной службы государственной статистики России, Международного валютного фонда (МВФ), Всемирного банка, Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), международных информационных и консалтинговых агентств Bloomberg, Dealogic, KPMG, PriceWaterhouseCoopers, Thomson Financial.

При подготовке работы использованы также результаты научных исследований Института мировой экономики и международных отношений РАН, Института экономики РАН, Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, Центрального экономико-математического института РАН, аналитические материалы Ассоциации российских банков и Российского союза промышленников и предпринимателей, других исследовательских институтов и экспертных центров, публикации в периодической печати и специализированных изданиях, в том числе Mergers&Acquisitions Review, Acquisitions Monthly, Слияния и поглощения, Бюллетень М&А, материалы научных конференций.

*Научная новизна*диссертации состоит в следующем:

выявлены конкретные механизмы влияния СиП на финансы корпораций, в частности, логически обосновано, что интеграционные сделки, генерирующие большой синергетический эффект, являются фактором улучшения финансовых показателей объединившихся компаний, поскольку ведут к росту их стоимости и экономической эффективности (созданию дополнительного денежного потока);

установлены основные системные факторы (синергетический эффект, стоимость компании-цели и уровень ее финансовой эффективности), воздействующие на уровень финансовой результативности СиП, сформулированы критерии осуществления наиболее эффективных объединительных сделок, определены условия, при которых для корпораций достигается максимум финансового эффекта;

вскрыта системная роль СиП как вида инвестиционной деятельности, в частности, показано, что область эффективного применения СиП, как правило, ограничивается производствами, не нуждающимися в глубокой модернизации основных производственных фондов;

установлены причины большого числа формально неэффективных СиП в мировой практике, в частности, показано, что мотивами значительного числа объединительных сделок является не рост эффективности производства, а укрепление позиций на рынке, конкурентная борьба. Такие СиП могут не сопровождаться приращением чистого денежного потока, хотя и они часто позитивно влияют на показатели финансовой устойчивости корпораций;

доказано наличие обратной связи между конкуренцией и уровнем концентрации промышленного и финансового капитала в экономике. Конкурентная борьба является движущим мотивом большого числа СиП, но и сами объединительные сделки в отдельных отраслях экономики, в частности, в банковском секторе, могут выступать фактором усиления конкуренции, что в долгосрочной перспективе способствует повышению финансовой стабилизации;

раскрыты особенности структурной реорганизации национального корпоративного сектора, в частности, показано, что слияния и поглощения, способствуя оптимальному использованию ресурсов и укреплению финансов на микроуровне, являются и важным фактором повышения макроэкономической финансовой стабильности;

разработан и научно обоснован комплекс мер по совершенствованию финансовых механизмов структурной перестройки отечественной экономики, усилению в ней процессов консолидации и интеграции промышленного и финансового капитала.

*Практическая значимость*работы состоит в следующем:

1. Основные положения и выводы диссертации ориентированы на разработку государственной экономической политики по реформированию российской экономики. В работе предложены обоснованные рекомендации по совершенствованию финансовых и организационных механизмов структурной перестройки отечественного корпоративного сектора.
2. Результаты исследования могут найти применение в работе соответствующих подразделений Правительства Российской Федерации, в том числе Федеральной антимонопольной службы, региональных органов государственного управления, ответственных за реализацию структурной политики.
3. Положения, выводы и практические рекомендации исследования представляют интерес для отечественных предприятий и банков, планирующих осуществлять стратегию своего роста через слияния и поглощения.
4. Материалы научного исследования могут использоваться в учебном процессе по специальности «Финансы и кредит» (специализация «Финансовый менеджмент»).

*Апробация и внедрение результатов исследования.*Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательской работы, проводимой Финансовой академией при Правительстве Российской Федерации в соответствии с комплексной темой «Теоретико-методологические основы становления и развития новых форм хозяйствования в экономике России».

Основные положения диссертации докладывались и обсуждались на заседаниях кафедр «Финансы предприятий и финансовый менеджмент» Финансовой академии при Правительстве РФ и «Корпоративные финансы» Высшей школы финансового менеджмента Академии народного хозяйства при Правительстве РФ, круглых

столах и семинарах, организованных Финансовой академией при Правительстве РФ (2003-2005 гг.) и Академией народного хозяйства при Правительстве РФ (2004 г.).

Результаты исследования нашли практическое применение в деятельности структурных подразделений Внешторгбанка, ответственных за подготовку решений по вопросам, связанным с разработкой финансовой стратегии банка и приобретением участий в других кредитных организациях.

Материалы диссертации используются кафедрой «Финансы предприятий и финансовый менеджмент» Финансовой академии при Правительстве РФ в преподавании учебных дисциплин «Финансы предприятий», «Финансовый менеджмент», «Инвестиции» и «Государственное регулирование инвестиционной деятельности».

По теме диссертации опубликовано 4 статьи общим объемом 3,5 п.л.

*Стриктура работы*обусловлена целью, задачами и логикой исследования. Она включает введение, три главы, заключение, список использованной литературы, приложения.

## Слияния и поглощения в инвестиционной стратегии корпораций: теория и мировой опыт

Слияния и поглощения (СиП) (в английском языке - mergers & acquisition - М&А) являются общим понятием для обозначения группы юридических и финансовых операций, целью которых является объединение корпораций (промышленных, финансовых компаний, банков) в один хозяйствующий субъект с целью получения конкурентных преимуществ или максимизации рыночной стоимости этого нового субъекта1.

Под корпорациями в данном исследовании понимаются хозяйствующие субъекты, у которых в соответствии с законом функция собственности отделена от функции управления. Акционеры не являются собственниками имущества корпорации и не отвечают по ее обязательствам. Представляется, что в этом основное отличие корпораций от индивидуальных частных фирм и малых предприятий, в которых функции собственника и менеджмента чаще всего совмещены (в соответствии с рекомендациями Комиссии ЕС от 1996 г. малые предприятия имеют еще два важных отличия - годовой объем производимых на них товаров и услуг не превышает 10 млн. долл., а количество занятых - 50 человек2). Корпорации чаще всего предстают в виде закрытых или открытых хозяйственных обществ (в частности, акционерных), деятельность которых регулируется национальным корпоративным правом (в России законом «Об акционерных обществах»)3. Примерно такое же определение корпораций дается, чаще всего, и в западной научной литературе, в частности, в известной монографии Р. Брейли. С. Майерса4.

Объектом изучения в данном исследовании является корпоративный сектор национальной экономики, включая его промышленный и финансовый сегменты, поскольку с точки зрения анализа воздействия СиП между ними не существует никакой разницы. Основу корпоративного сектора современной рыночной экономики составляют корпорации, дополняемые малыми предприятиями и некоммерческими хозяйствующими структурами. Важно также отметить, что к корпоративному сектору российской экономики необходимо отнести унитарные предприятия, находящиеся в собственности государства и занимающие обширную нишу в российской экономике. Как известно, на их базе сегодня формируются мощные государственные корпорации.

С юридической точки зрения слияние означает, что объединяются два равных бизнеса, и вместо двух прежних возникает новое юридическое лицо. Поглощение чаще всего означает, что сохраняется только приобретающая фирма, а приобретаемая прекращает свое существование. Но нередко термином поглощение обозначается покупка контрольного пакета акций поглощаемой фирмы без ликвидации ее как юридического лица. В российском законодательстве закреплены оба этих вида поглощения. Первый случай определен как присоединение, а второй - покупка контрольного пакета - как появление дочернего общества5.

## Оценка финансовой эффективности слияний и поглощений

Предположим, что некая компания, работающая в сфере производства продукции массового спроса, имеет рентабельность производства более низкую, чем в среднем по отрасли. В результате проведенного анализа выясняется, что основной причиной этого является недостаток сбыта - объем реализации продукции по отношению к стоимости ее основных фондов недопустимо низок, что занижает величину дохода и прибыли. В свою очередь, причиной недостатка сбыта является наличие на этом же товарном рынке другой компании, выпускающей такую же продукцию, обладающей признанным брендом, но обладающей при этом низкой финансовой эффективностью в силу существенного морального и финансового износа оборудования.

Поглощая эту компанию и получая на этой основе новые рынки сбыта, объединенная компания существенно повысит эффективность своей деятельности за счет перенесения основных объемов производства на новые производственные мощности и постепенного сворачивания устаревшего купленного производства. При этом покупная цена компании-цели, скорее всего, будет невысока, поскольку очевидно, что ее будущие денежные потоки невелики (из-за плохого состояния основных производственных фондов), а остаточная стоимость оборудования (также принимаемая в расчет при определении продажной цены) минимальна. Неэффективное производство поглощаемой компании будет вытесняться после слияния более совершенным производством новой компании, имеющим значительные резервы повышения выпуска продукции, но испытывающей нехватку рынков сбыта.

Подбирая компанию-цель с высокой взаимодополняемостью конкурентных преимуществ, можно, при прочих равных условиях, существенно повысить результирующую эффективность СиП. Справедливость такого подхода подтверждают многочисленные эмпирические исследования. В частности, специалисты консалтинговой фирмы KPMG, проанализировав около 500 крупнейших сделок СиП, пришли к выводу, что те поглощающие компании, которые отдавали предпочтение тщательному выбору компании-цели синергии, более всего преуспели в максимизации экономического эффекта от СиП116.

На величину получаемого синергетического эффекта может влиять и такой фактор как исходный уровень эффективности поглощаемой компании. Слияние может происходить с «правильной» компанией-целью, но текущая эффективность этой компании может оказаться по различным причинам заниженной (например, из-за плохого менеджмента), что непосредственным образом влияет на конечную эффективность объединенной компании и самой сделки СиП. Сюда следует отнести также обремененность поглощаемой компании долгами. На практике часто так и бывает: недостаточно высокая эффективность поглощаемой компании или ее высокая кредиторская задолженность, занижая курс ее акций, делает эту компанию привлекательной инвестицией (после осуществления СиП стоимость акций такой компании может резко возрасти). Кроме того, у финансово слабой компании почти всегда выше мотивация к осуществлению СиП.

## Особенности процесса экономической консолидации в России: общий и секторальный анализ

Абсолютные показатели СиП у России, естественно, хуже, чем в экономически развитых странах, поскольку пока меньше и сам российский ВВП: если в 2003 г. в России произошло всего 310 сделок СиП на сумму 12 млрд. долл., то в США - 4 тыс. СиП на сумму 550 млрд. долл.182.

Но при этом, как уже отмечено в первом разделе работы, СиП в России имеют ряд важных особенностей, отличающих их от СиП в экономически развитых государствах и большинстве стран с развивающейся экономикой. Основной отличительной особенностью СиП в России является то, что их побудительным мотивом выступает не повышение эффективности производства и даже не усиление конкурентных позиций на рынке (часто и без того сильных), а скупка теми, у кого имеются деньги, всего того, что имеет ценность и может приносить непосредственный доход или выручку при перепродаже третьим лицам.

По мнению многих экспертов, до 30% СиП в России осуществляется в чисто спекулятивных целях. По сути, речь идет не о СиП в истинном смысле этого слова, а покупке земли и других ликвидных с целью их последующей перепродажи. «В России бизнес сначала покупают, а потом решают, что с ним делать, как его перепрофилировать», считает И. Юров, эксперт по СиП из ИБ «Траст»183. «СиП в России имеют свою специфику и чаще всего определяются не задачами повышения конкурентоспособности, а передела собственности»184.

Другой вариант экономической консолидации по-российски -это диверсификация производства не совсем профильными или совсем непрофильными активами. Большинство крупных сделок СиП последних лет в России, по существу, принадлежит к конгломератным, которые в минимальной степени способствуют совершенствованию технологического цикла и повышению эффективности основной деятельности поглощающих компаний. В 2000 г. флагман российской нефтяной отрасли «Сибнефть» купил три алюминиевых завода -Красноярский, Братский и Новокузнецкий и образовал на этой основе совместно с «Сибирским алюминием» крупнейший холдинг, сконцентрировавший у себя 75% российского производства алюминия. Кроме того, «Сибнефть» установила контроль над АО «Омский каучук», на долю которого приходится до 20% производства синтетических кау-чуков в России185. В состав группы «Северсталь» входят Ульяновский и Заволжский автомобильные заводы, ряд добывающих предприятий, компания по производству мебели186. Компании «Сибирский алюминий» и «Сибнефть» совместно владеют Горьковским автозаводом, пятью автобусными заводами, автомобильным заводом «Урал», заводами по производству строительно-дорожных машин, моторными заводами. Кроме того, в их собственности находятся «Иркутскэнерго» и Красноярская ГЭС, Усть-Илимский лесопромышленный комбинат, «Автобанк», «Ингоссстрах»