Маркова Анна Евгеньевна. Аккреционная стоимость как основа финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Маркова Анна Евгеньевна; [Место защиты: Акад. труда и соц. отношений].- Москва, 2010.- 159 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/1605

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ 11

1.1 Аккреционная стоимость как экономическая категория: сущность и основные составляющие 11

1.2 Основные факторы, определяющие создание аккреционной стоимости.28

1.3 Экономическая сущность сделок по слияниям и поглощениям сточки зрения создания аккреционной стоимости и их роль в мировой экономике 33

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ РЫНКОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ И ПРОЦЕССОВ СОЗДАНИЯ АККРЕЦИОННОЙ СТОИМОСТИ 63

2.1 Исследование основных этапов и современных тенденций слияний и поглощений в международном бизнесе с позиции создания аккреционной стоимости 63

2.2 Особенности слияний и поглощений в горно-металлургической отрасли РФ и создание аккреционной стоимости 77

2.3 Виды сделок по слияниям и поглощениям в горно-металлургической отрасли и аккреционная стоимость 90

ГЛАВА 3. ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ МАКСИМИЗАЦИИ АККРЕЦИОННОЙ СТОИМОСТИ 104

3.1 Анализ сделки М&А с позиции ее финансовой эффективности 104

3.2 Базовые элементы финансового механизма увеличения аккреционной стоимости 115

3.3 Пути повышения финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям 121

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 137

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 141

ПРИЛОЖЕНИЯ 152

**Введение к работе**

**Актуальность диссертационного исследования.**Актуальность исследований экономических явлений во многом определяется их значимостью как в развитии глобальной экономики в целом, так и в региональном аспекте в частности.

Активная интеграция экономики Российской Федерации в глобальную рыночную экономику привела к ответным процессам на территории нашей страны - рынок слияний и поглощений стал одним из самых востребованных инструментов развития отечественных компаний. Рост национального рынка слияний и поглощений в период с 1998 по 2006 гг. действительно впечатляет (примерно в 4,5 раза превышает среднемировые показатели). Относительно развития рынка слияний и поглощений в условиях текущего мирового финансового кризиса можно отметить следующее: хотя рынок существенно снизил показатели, но, тем не менее, продолжил свое развитие со специфическими особенностями.

При этом основной проблемой при проведении слияний и поглощений является достижение их финансовой эффективности, имеющей место только при увеличении благосостояния акционеров и достижении конкурентных преимуществ. На это следует обращать особое внимание, поскольку среди проводимых сделок по слияниям и поглощениям достаточно велика доля неудачных, неэффективных, приводящих впоследствии к распаду объединенной компании. Так, по данным PricewaterhouseCoopers, даже в период расцвета мирового рынка слияний и поглощений (в 2006 г. общий объем сделок составил 3,8 трлн долл.1, в 2007г. - 3,9 трлн долл.), увеличение финансовой эффективности достигалось лишь в 60% от общего числа сделок2.

Объективная необходимость проведения сделок по слияниям и поглощениям в условиях формирования глобальной экономики и крайне

1 Здесь и далее подразумеваются доллары США (прим. автора).

\* См.: данные сайта международной консалтинговой компании PricewaterhouseCoopers // .

низкая эффективность данных процессов, обусловливают *актуальность*данного исследования.

Основная идея исследования заключается в том, чтобы, опираясь на мировой и отечественный опыт, разработать механизм максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям, который учитывал бы изменения, происходящие на рынке в целом и в отрасли в частности. Внедрение данного механизма позволило бы вносить в стратегию приобретающей компании определенные корректировки, что, в свою очередь, минимизировало бы возможные потери от негативных конъюнктурных и циклических изменений и помогло бы увеличить финансовую эффективность подобных сделок. Итогом реализации авторской концепции максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям должно стать повышение капитализации объединенной компании и, как следствие, рост ее конкурентоспособности.

Анализ современной отечественной и зарубежной литературы показывает явную нехватку теоретических исследований по ключевым вопросам максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям. Все вышесказанное определяет актуальность темы представленного диссертационного исследования.

Степень разработанности темы диссертации. Теоретические и практические вопросы, связанные с процессами слияний и поглощений, а также с вопросами возможности повышения капитализации объединенной компании отражены в работах многих отечественных ученых: А.Ф. Баранникова, В.К. Бурлачкова, СИ. Гайдаржи, СВ. Гвардина, Н.Н. Гриценко, Г.М. Давтяна, М.А. Давтяна, Д. А. Ендовицкого, Ю.В. Игнатишина, Ю.В. Иванова, СВ. Лупашко, Н.П. Любушина, Я.М. Миркина, И.А. Никоновой, Ю.Н. Попова, А.Д. Радыгина, В.А. Разумовского, Н.Б. Рудык, И.Н. Рыковой, Е.В. Семенковой, В.Ф. Терентьева, И.Н. Чекуна, Е.В. Чирковой, К.С Царихина, Ф.И. Шаркова, Н.А. Шмелевой, Р.В. Энтова и др.

Существенный вклад в разработку данного исследования внесли работы зарубежных ученых: И. Адизеса, Г. Александера, М. Алл єна, Э. Алтмана, И. Ансоффа, У. Баффета, Д. Бишопа, Р. Брейли, Ф. Бэйли, Т. Гранди, Д. Грейма, А. Гроппелли, А. Дамодарана, С. Зайзеля, Р. Карсона, П. Кларка, Т. Коллера, Т. Коупленда, Ф. Крюгера, Б. Кеттелла, А. Лажу, С. Майерса, Дж. Муррина, Е. Никбахта, С. Пратта, А. Раппапорта, С. Рида, Дж. Рош, Б. Стюарта, У. Шарпа, Ф. Эванса и др.

Большая часть научных исследований по слияниям и поглощениям вышеуказанных авторов посвящена тенденциям развития рынка, проблемам организации сделок и оценки целевой компании. Вместе с тем, многие аспекты повышения финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям по-прежнему остаются дискуссионными и недостаточно разработанными. В частности, до настоящего времени остаются малоизученными такие аспекты процессов слияний и поглощений, как: финансовая мотивация слияний и поглощений, вопросы экономической сущности сделок, стратегии повышения их финансовой эффективности. Кроме того, недостаточно исследован этап интеграции компаний, хотя именно на нем максимально возрастает риск потери заложенных синергетических преимуществ.

Предметом исследования диссертационной работы является совокупность экономических отношений, возникающих в процессе увеличения финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям.

**Объектом исследования**является финансовая эффективность сделок по слияниям и поглощениям.

**Целью диссертационного исследования**является разработка финансового механизма увеличения аккреционной стоимости как основы финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям.

Для достижения этой цели были поставлены и решались в ходе исследования следующие **задачи:**

— изучить теоретические аспекты, в том числе и понятийно-  
категориальный аппарат, финансовой эффективности сделок по слияниям и  
поглощениям как процесса повышения конкурентоспособности  
отечественных корпораций;

оценить финансовую эффективность сделок по слияниям и поглощениям компаний на основе рыночной и инвестиционной стоимостей бизнеса;

выявить основные проблемы максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям и проанализировать возможности их решения;

исследовать тенденции развития рынка слияний и поглощений и оценить его текущее состояние с позиции финансовой эффективности сделок;

проанализировать влияние отраслевой специфики и видов сделок на финансовую эффективность слияний и поглощений;

разработать предложения по максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям.

**Теоретическую и методологическую основу**исследования составляют труды российских и зарубежных ученых и специалистов-практиков по проблемам эффективности сделок по слияниям и поглощениям в мировой экономике. В процессе исследования использовались принципы системного анализа, синтеза, моделирования и абстрагирования. В рамках систематизации полученных данных применялись также методы сравнения, классификации и группировок. Сочетание различных методов позволяет обеспечить необходимую степень глубины и универсальности исследования, обоснованность его выводов.

**Эмпирическую основу исследования составили**законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации, исследования ведущих

**7**международных консалтинговых компаний: KPMG, PricewaterhouseCoopers, McKinsey & Company; аналитические материалы международных рейтинговых агентств и инвестиционных банков, опубликованные статистические сведения, специализированные базы данных по слияниям и поглощениям: MAonline, MergerMarket, , Bloomberg; а также официальные сайты, материалы научно-практических конференций, информационных агентств, фондовых бирж, периодической печати.

**Научная новизна диссертационного исследования**состоит в разработке на основе исследования и обобщения отечественных и зарубежных концепций целостного механизма максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям через создание аккреционной стоимости. Следует отметить, что многие предыдущие исследования подобного рода либо незаслуженно обходили проблему максимизации финансовой эффективности, либо уделяли ей второстепенное внимание, что приводило к росту числа неудачных сделок.

**Основные полученные результаты,**обладающие **научной новизной,**сводятся к следующим положениям:

1. Уточнены понятия «финансовая эффективность» и «эффективные сделки по слияниям и поглощениям» с позиции повышения капитализации компании. Для оценки эффективности проведенных сделок в исследовании предложено новое понятие «аккреционная стоимость», которое призвано дополнить понятие «добавленная стоимость», характеризующее прирост стоимости объединенной компании при сделках по слияниям и поглощениям в будущем периоде.
2. Разработана методика формирования аккреционной стоимости на основе оценки рыночной и инвестиционной стоимостей бизнеса. Определена сущность ключевых элементов аккреционной стоимости - синергетических преимуществ и недооценки активов целевой (приобретаемой) компании. Проанализированы основные факторы создания аккреционной стоимости: темп роста выручки объединенной компании, изменение ее доли на рынке,

**8**изменение прибыли от операционной деятельности за счет эффекта экономии на масштабах производства, изменение уровня инвестиций в основной капитал, оптимизация структуры налогообложения, изменение - стоимости капитала и недооценка активов.

1. Выявлены основные проблемы максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям и проанализированы возможности их решения. Для максимизации финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям в работе изучена экономическая сущность подобных сделок и определена их роль в мировой экономике. Отличительной особенностью авторского подхода является рассмотрение модели сделки по слияниям и поглощениям в качестве сложной динамической системы с рядом параметров, которые необходимо учитывать на каждом из этапов ее осуществления. При этом выходным параметром данной системы является эффективность сделки с точки зрения создания аккреционной стоимости.
2. В результате анализа состояния современного мирового и российского рынков по слияниям и поглощениям с позиции аккреционной стоимости выявлено:

а) Основными приобретателями в фазу спада рынка слияний и  
поглощений становятся компании, которые имеют достаточное количество  
собственных средств для финансирования сделки в условиях кризиса  
ликвидности.

б) Целевые компании в данную фазу развития рынка слияний и  
поглощений, как правило, представляют собой три основные группы:  
компании, имеющие серьезные проблемы с нехваткой средств и ростом  
кредиторской задолженности; компании - владельцы непрофильных активов;  
собственники, которые решили выйти из бизнеса по причине необходимости  
финансирования стратегически важного приобретения;

в) Создание аккреционной стоимости в определенной степени зависит  
от фазы развития рынка - кризис ликвидности и спад производства  
осложняют получение запланированной синергии, но положительно

**9**сказываются на возможности недооценки активов целевой компании. Кроме  
того, большинство компаний начинают более серьезно проводить  
финансовую оценку целевой компании и, в условиях нехватки финансовых  
ресурсов и сокращения инвестиционных программ, приобретают  
действительно стратегически важные активы (за исключением политических  
приобретений), избавляясь от непрофильных. Это позволяет

сконцентрироваться на финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям.

1. Установлена зависимость создания аккреционной стоимости от горно-металлургической отраслевой специфики, а также от видов сделок по слияниям и поглощениям (вертикальный, горизонтальный, вертикально-горизонтальный, конгломеративный виды сделок).
2. Разработан механизм увеличения аккреционной стоимости в условиях горно-металлургической отраслевой специфики. Базовыми элементами данного механизма являются: формулировка принципов стратегии максимизации аккреционной стоимости; определение составляющих системы сделки; определение основных факторов создания аккреционной стоимости; корректировка системы с учетом фазы развития рынка слияний и поглощений в целом и отрасли в частности; корректировка системы с учетом отраслевой специфики сделки; определение основных путей повышения финансовой эффективности сделок по слияниям и поглощениям с учетом рисков, сопровождающих формирование аккреционной стоимости. Также проанализированы основные пути повышения аккреционной стоимости компаний на этапе интеграции.

**Практическая значимость диссертационного исследования**состоит в том, что основные результаты и выводы данной работы могут быть использованы для совершенствования стратегии проведения сделок по слияниям и поглощениям, а также для усиления продуктивности функционирования компаний уже на этапе интеграции, что обеспечит повышение финансовой эффективности корпораций. Следует также

**10**отметить, что рекомендации настоящего диссертационного исследования, главным образом, предназначены для приобретающей (основной) компании.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения исследования докладывались на международной научно-практической конференции Регионального центра социально-экономических и политических исследований «Общественное содействие» на тему: «Экономика и управление. Проблемы развития» в г. Волгограде (ноябрь 2009 г.), на межвузовских научных конференциях факультета мировой экономики и международных финансов АТиСО «Интеграция России в мировую экономику» и «Теории мировой экономики» (2008-2009 гг.). Автором на основе диссертационного исследования разработан раздел «Слияния и поглощения в международном бизнесе» (раздел VI) в учебном пособии «Внешнеэкономическая деятельность в глобальной экономике» (2009), которое используется в Академии труда и социальных отношений при чтении лекций и проведении семинаров для студентов всех форм обучения.

Тема диссертационного исследования соответствует пункту 7.4. «Теоретические и методологические основы реструктуризации бизнеса на основе оценки рыночной стоимости» Паспорта ВАК РФ по специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Публикации.**Выводы и рекомендации диссертации изложены в девяти печатных работах общим объемом 4,4 п.л., в том числе в трех публикациях в изданиях, содержащихся в перечне ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, рекомендованных ВАК РФ.

**Объём и структура диссертации**обусловлены целью, задачами и логикой проведенного исследования.

Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Общий объем диссертации — 159 страниц. Работа содержит 15 таблиц и 25 рисунков. Библиографический список включает156 наименований.

## Аккреционная стоимость как экономическая категория: сущность и основные составляющие

В условиях нарастающей глобализации рынок слияний и поглощений превратился в один из важнейших инструментов развития компаний различной отраслевой направленности и форм собственности.

На наш взгляд, следует уделить особое внимания понятийно-категориальному аспекту данного вопроса, поскольку в определении «слияния» и «поглощения» наблюдается ряд разночтений, как в зарубежных, так и в российских источниках (прил.1).

В соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации, слияние является одним из видов реорганизации юридических лиц. Реорганизация юридического лица (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование) может быть осуществлена по решению его учредителей (участников), либо органа юридического лица, уполномоченного на то учредительными документами. Под слиянием подразумевается один из видов реорганизации, в результате которого происходит прекращение деятельности двух или нескольких юридических лиц и образование на их основе нового юридического лица . Новая компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний своих составных частей, после чего последние распускаются. Допустим, если компания X объединяется с компаниями Y и Z, тогда на рынке может появиться новая компания а (а =X+Y+Z), a остальные компании ликвидируются.

Кроме того, мы считаем необходимым обратить внимание на то, что такое расхожее в зарубежной литературе понятие как «поглощение» в российском законодательстве отсутствует. Вместо него предложен термин

Гражданский Кодекс Российской Федерации. Часть первая, глава четвертая, ст.57-58 от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // Собрание законодательства Российской Федерации. - 1994. - № 32.

Согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации, при присоединении юридического лица к другому юридическому лицу к последнему переходят права и обязанности присоединенного юридического лица в соответствии с передаточным актом4. Таким образом, одна или несколько компаний присоединяются к уже существующему юридическому лицу и не происходит, в отличие от слияния, образования нового субъекта права. Например, если компания X присоединяет компании Y и Z, то в результате на рынке остается лишь компания Xі (Xі = X+Y+Z). На наш взгляд, понятие «присоединение» вполне адекватно понятию «поглощение», которое впредь будет использоваться в представленном исследовании.

Кроме того, в Российском законодательстве рассматриваются еще три формы реорганизации юридических лиц: разделение, выделение и преобразование. Согласно ГК РФ ч.1 ст. 58: «При разделении юридического лица его права и обязанности переходят к вновь возникшим юридическим лицам в соответствии с разделительным балансом. При выделении из состава юридического лица одного или нескольких юридических лиц к каждому из них переходят права и обязанности реорганизованного юридического лица в соответствии с разделительным балансом. При преобразовании юридического лица одного вида в юридическое лицо другого вида (изменении организационно-правовой формы) к вновь возникшему юридическому лицу переходят права и обязанности реорганизованного юридического лица в соответствии с передаточным актом». Во многих российских источниках, понятия «разделение», «выделение» и «преобразование» по западному аналогу отдельно не выделяются, а рассматриваются как частный случай слияний и поглощений, что по существу является не совсем верным.

## Исследование основных этапов и современных тенденций слияний и поглощений в международном бизнесе с позиции создания аккреционной стоимости

Мировой рынок М&А в докризисный период достиг впечатляющих объемов, так, по данным PWC, в 2007 г. он составил порядка — 3,9 трлн долл. При этом в ходе проведенных исследований было определено, что в более чем 60% случаев максимизации финансовой эффективности сделок не происходило5 . Аккреционная стоимость не была создана, а ожидания акционеров и менеджмента приобретающих компаний не были оправданы.

Нами предлагается рассмотреть основные этапы и современные тенденции на рынке слияний и поглощений с целью определить основные закономерности развития рынка для преодоления подобного негативного явления. В ходе анализа предполагается выяснить существует ли зависимость между созданием аккреционной стоимости и фазой развития рынка М&А.

Учитывая, что динамика развития рынка М&А есть один из видов интенсивности процессов глобализации, мы полагаем, что исследование этапов и тенденций развития рынка М&А целесообразно начать с лшкроуровня и лишь потом перейти к российским реалиям.

## Анализ сделки М&А с позиции ее финансовой эффективности

Нами предлагается проанализировать конкретную сделку в заданной отраслевой специфике с позиции ее эффективности для того, чтоб на основе этого исследования создать эффективный механизм увеличения аккреционной стоимости. В качестве подобной сделки мы будем исследовать крупнейшую сделку в горно-металлургической отрасли 2000-х годов — слияние люксембургской компании Arcelor и индийской Mittal Steel, принадлежащей Лакшми Митталу. Сделка была открыта в сентябре 2006 г. и окончательно завершена 13 ноября 2007 г. (с учетом этапа интеграции, длившегося с декабря 2006 г.). Слияние проходило в два этапа: первый этап — создание компании ArcellorMittal и присоединение к ней компании MittalSteel (по существу преобразование компании MittalSteel в компанию ArcellorMittal), второй этап - присоединение к компании ArcellorMittal компании Arcelor.

Нужно сказать, что первоначально сделка планировалась компанией MittalSteel как поглощение. Однако акционеры Arcelor стали активно сопротивляться сделке, и в мае 2006 г. Arcelor заявила о своём слиянии с российской металлургической компанией «Северсталь», которая была представлена в качестве «белого рыцаря» ". В результате сделки владелец «Северстали» Алексей Мордашов должен был получить 295 млн вновь выпущенных акций Arcelor, что эквивалентно 32 % уставного капитала объединённой компании. Эта доля была оценена в 12,98 млрд евро. Взамен Arcelor получил бы от Мордашова все принадлежащие ему акци «Белый рыцарь» - одна из оборонительных тактик целевой компании против враждебного поглощения. Заключается в поиске более благожелательной компании (руководство которой готово к взаимному сотрудничеству), которая захотела бы осуществить слияние на выгодных для целевой компании условиях (прим. автора). «Северстали» (82 %). Кроме того, Мордашов должен был бы доплатить 1,25 млрд евро денежными средствами. Эта сделка должна была стать крупнейшей сделкой с участием российского бизнеса за всю историю развития отрасли.

Тем не менее, в июне 2006 г. Arcelor и MittalSteel неожиданно для компании «Северсталь» все-таки договорились о сделке, которая, однако, приняла форму слияния.

Возникает вопрос: почему компания Arcelor (а точнее ее Собрание акционеров), выступавшая против поглощения компанией MittalSteel, внезапно согласилась на слияние с последней и отвергла запланированную сделку с компанией «Северсталь»? Наиболее вероятным предположением является то, что собственники Arcelor и ранее собирались осуществить сделку с MittalSteel и использовали российскую компанию «Северсталь», чтобы набить цену и выгадать какие-либо дополнительные преимущества. Так, согласно условиям сделки акционеры Arcelor на момент ее завершения владели 50,5% акций в объединенной компании. В руководстве компании четыре места в совете директоров достались представителям Arcelor (представителям бывшей MittalSteel — три места), хотя обычно при приходе в компанию MittalSteel полностью меняет менеджмент.

В настоящий момент зарегистрированная в Люксембурге компания ArcellorMittal имеет разветвленную сеть дочерних активов (прил.6), является крупнейшей компанией в горно-металлургической отрасли и, по данным Forbes «The Global 2000», занимает 41 место среди 2000 крупнейших компаний мира. Продажи компании на момент исследования Forbes (апрель 2009 г.) составляли 124,94 млрд долл., прибыль - 9,4 млрд. долл., активы — 133,09 млрд долл., рыночная стоимость - 26,8 млрд долл.