Одиноков Владимир Александрович. Слияние компаний как фактор совершенствования их финансирования посредством фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Н. Новгород, 2005 175 с. РГБ ОД, 61:05-8/3572

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Анализ слияний и поглощений в системе финансирования компании

1.1 Характерные особенности этапов развития фондового рынка и его инфраструктуры в России 11

1.2. Процессы слияний и поглощений в отечественной и зарубежной практике 27

1.3 Преимущества слияний как способа финансирования компании 43

Глава 2. Особенности механизма слияния акционерных компаний в России

2.1 Характерные черты регулирования процесса реорганизации акционерных компаний 56

2.2 Процесс обоснования выбора методов оценки акций объединяемых компаний 65

2.3 Разработка модели определения коэффициентов конвертации акций компаний при слиянии 91

Глава 3. Реализация механизма слияния в процессе создания ОАО «Волга Телеком»

3.1 Усовершенствование методики балльной оценки показателей финансового состояния предприятий 106

3.2 Практическая реализация модели определения коэффициентов конвертации объединяемых компаний 119

3.3 Анализ перспектив, получаемых в процессе реструктуризации, с точки зрения эффективного функционирования бизнеса 132

Заключение 142

Список использованной литературы 147

Приложения 160

 **Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**На сегодняшний день наиболее острой проблемой развития России является достижение высоких темпов экономического роста. В 90-е годы экономика находилась в фазе спада, реальное производство оказалось вне сферы финансового кругооборота, высокая инфляция затруднила долгосрочные вложения в сферу производства. Это привело к тому, что большая часть промышленного оборудования на сегодняшний день изношена полностью.

Поэтому современные экономические условия требуют от субъектов хозяйствования соответствующих формирующимся рыночным отношениям мер, призванных обеспечить эффективное функционирование, как отдельной компании, так и всего народного хозяйства в целом. Конкуренция, которая все время усиливается как в национальном, так и в мировом масштабе, вынуждает предприятия активно искать новые источники финансирования, эффективно использовать все ресурсы для увеличения стоимости компании, снижения издержек и поиска стратегии противодействия конкурентам.

Возможности, связанные с приобретением новых активов и разработкой перспективных проектов, могут реализовываться, в частности, через процедуру слияний и поглощений. В российской экономике данные процессы становятся заметным явлением, о чем свидетельствует значительный рост сделок по слияниям и поглощениям. Образование групповых объединений имеет свои особенности, которые определяются экономическими преобразованиями, происходящими в России.

Слияние является дешевым и гарантированным способом увеличения размера капитала, где альтернативные методы привлечения капитала ограничены. Кредиторы сохраняют величину предоставляемого капитала, а акционеры не несут большой финансовый риск.

Поэтому слияния и поглощения представляют большой интерес для научного изучения. Актуальность разработки, исследования механизмов реализации процесса слияния в российских условиях определила выбор темы диссертационной работы, ее цель, задачи, предмет и содержание.

**Степень разработанности проблемы.**Анализ литературных источников и практических рекомендаций показывает, что вопросы реорганизации компаний в России не имеют необходимого решения, и их изложение крайне ограничено. Данное направление отмечено не случайно, ведь ключевой задачей российской экономики является обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, максимально возможного притока национальных и иностранных инвестиций, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

Реализация механизма слияния в качестве основного вопроса  
рассматривает формирование инвестиционной стратегии, оценку  
бизнеса объединяемых компаний. В области оценки стоимости  
активов опубликованы работы 3. Боди, Д. Кидуэлла, Т. Коупленда, Л.  
Крушвица, М. Миллера, Ф. Модильяни, У. Шарпа. В последнее время  
появились публикации, посвященные анализу причин, которые приводят к  
активизации слияний и поглощений. В зарубежной практике не сложилось  
единого мнения по поводу факторов объединения из-за их многообразия.  
Например, Блик и Эрнст выделяют макро-, микроэкономический и  
человеческий факторы, влияющие на структуру рынка. Рейчл выделил  
следующие факторы активизации процессов слияний:

микроэкономический, маркетинговый, макроэкономический, человеческий.

Попытки исследовать особенности реорганизации в российской экономике и их влияния на экономический рост приводятся в работах А.А. Алпатова, М.И. Гуревича, А.С. Кокина, Т.В. Тепловой, Е. Г. Ясина. Причины и сущность недооценки стоимости российских компаний

анализировались в публикациях Н.И. Берзона, В.А. Галанова, В.И. Колесникова, Я. М. Миркина, Б. Б. Рубцова. Анализ западных методик оценки бизнеса рассмотрен в работах С. В. Валдайцева, В. В. Григорьева, А. Г. Грязновой, А. П. Ковалева, М.А. Федотовой. Вопросы особенностей акционерной структуры российской собственности даются в исследованиях А. Радыгина.

Вышеперечисленные исследования заслуживают серьезного внимания, однако они не дают необходимой информации о том, каков же механизм реализации процесса слияния с учетом особенностей российской практики, каковы последствия данных процессов в сфере эффективного функционирования хозяйствующих субъектов.

**Цель и задачи исследования.**Основной целью диссертационной работы является анализ финансирования компаний на фондовом рынке посредством реализации механизма слияния с учетом обобщения особенностей зарубежной и российской практики для повышения эффективности функционирования в рыночных условиях.

Поставленная цель предопределила необходимость решения следующих задач:

выделить этапы развития российского фондового рынка и его инфраструктуры, особенности развития зарубежных рынков;

сформулировать преимущества и недостатки слияний компаний, уточнить факторы, влияющие на активизацию данных процессов;

- произвести сравнительный анализ методов оценки бизнеса  
российских компаний;

- разработать алгоритм расчета коэффициентов конвертации акций  
компаний, участвующих в слиянии, обладающих различной  
степенью ликвидности;

- исследовать положение компаний на фондовом рынке до и после слияния с точки зрения изменения благосостояния их акционеров.

**Объектом исследования**выбрана компания ОАО «ВолгаТелеком», образованная путем слияния одиннадцати региональных компаний телекоммуникационной отрасли.

**Предметом исследования**являются организационные и экономические отношения, формирующиеся в процессе слияния телекоммуникационных компаний Поволжья; перспективы развития, которые возникают при реализации данной процедуры.

**Методологической и информационной основой**послужили работы зарубежных и отечественных ученых в области инвестирования, оценки ценных бумаг, законодательные и нормативные документы в области регламентации процессов реорганизации компаний, регулирования фондового рынка, создания его инфраструктуры.

Информационно-аналитическую основу исследования представляют данные Госкомстата РФ, законодательные акты, данные российских организаторов торговли ценными бумагами, первичные материалы инвестиционного развития Нижегородской области, бухгалтерская и статистическая отчетность компаний, объединяемых в ОАО «ВолгаТелеком».

При решении поставленных задач на различных этапах исследования были применены методы абсолютных и относительных величин; методы индексов и сравнения; методы факторного анализа и экспертных оценок.

**Научная новизна результатов диссертационной работы**

определяется следующими положениями:

- уточнены факторы, влияющие на активизацию процессов слияний и поглощений, что позволило выявить специфические мотивы реструктуризации, характерные для России;

- обоснован выбор методов оценки бизнеса в рамках затратного,  
рыночного и доходного подходов, что повысило эффективность их  
использования в российских условиях;

- усовершенствована методика балльной оценки финансового  
состояния, которая позволяет определить меру количественного влияния  
финансовых показателей на стоимость бизнеса компании;

разработан алгоритм расчета коэффициентов конвертации акций компаний при слиянии, который обеспечивает справедливое распределение доходов акционеров в результате реализации механизма реструктуризации;

выявлены перспективы акционерных обществ, участвующих в процессе слияния, реализация которого увеличивает капитализацию объединенной компании, тем самым, повышает благосостояние акционеров.

**Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования**заключается в определении преимуществ и недостатков процесса слияния, выявлении факторов, стимулирующих процессы реорганизации юридических лиц. Предлагаемый в диссертации механизм реструктуризации рассматривается как главный фактор повышения капитализации компании, стимулирования процесса финансирования компании на фондовом рынке.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что разработанный алгоритм расчета коэффициентов конвертации акций компаний в процессе слияния может быть использована как в отрасли связи, так и в любой другой отрасли. Применение рекомендаций и предложений обеспечит соблюдение справедливости интересов акционеров реорганизуемых компаний, особенно, в российских условиях, когда большинство компаний имеют неликвидные ценные бумаги.

**Апробация работы.**Отдельные методические положения диссертации внедрены в учебном процессе Нижегородского Государственного

Технического Университета. Основные положения диссертации докладывались автором и были одобрены на научно-практических конференциях различных ВУЗов г. Нижнего Новгорода, в том числе:

на Всероссийской научно-практической конференции «Инновационные технологии в управлении информационными ресурсами», проведенной в НГТУ в 2003 г.;

на Международной конференции «Проблемы развития финансово-экономических отношений на современном этапе», проведенной в ННГУ им. Н. И. Лобачевского в 2003 г.;

на Всероссийской научно-практической конференции «Экономическая безопасность», проведенной в НГТУ в 2003 г.

Основные результаты диссертации внедрены и апробированы акционерным коммерческим банком «Эллипс банк» - методика оценки бизнеса компаний при реализации процесса реструктуризации.

Также были проведены обсуждения положений диссертации на кафедре «Экономическая теория» Нижегородского Государственного Технического Университета.

**Публикации.**Основные положения диссертационного исследования опубликованы в 9 научных работах общим объемом 2,1 п.л.

**Структура и объем диссертации.**Диссертация изложена на 159 страницах машинописного текста, состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. В тексте содержится 26 таблиц, 2 рисунка, 29 формул; список содержит 147 источников; приложения включают данные финансовой отчетности российских компаний, участвующих в слиянии.

**Во введении**затронуты вопросы актуальности темы диссертационной работы, определена степень изученности проблемы, формулируются цель и задачи, объект и предмет исследования, выделяются методы, используемые в работе, научная новизна, теоретическая и практическая значимость

проведенных исследований, а также указывается возможность применения полученных результатов.

**Первая глава**посвящена характеристике формирования российского фондового рынка. Приводятся исторические аспекты слияний, как в России, так и в зарубежных странах. Выделяются основные факторы, которые приводят к инициированию процедур слияний и поглощений. Рассматриваются положительные элементы, а также негативные последствия в результате слияний. Процесс слияния сравнивается с реализацией прямого инвестирования в экономику.

**Во второй главе**анализируются нормативно-правовые аспекты корпоративных сделок по слияниям и поглощениям. Описаны различные способы оценки бизнеса компаний с учетом тех методов, которые могут быть использованы исходя из особенностей российской практики. Производится разработка алгоритма расчета коэффициентов конвертации акций в процессе реструктуризации.

**В третьей главе**производится учет влияния финансовых показателей на определение стоимости компании посредством балльной оценки коэффициентов платежеспособности, финансовой устойчивости, кредитоспособности, рентабельности. Реализуется алгоритм определения коэффициентов конвертации акций компаний, участвующих в слиянии с целью создания ОАО «ВолгаТелеком». Акции компаний оцениваются методом расчета чистых активов, дисконтирования будущих доходов, мультипликаторов. Проводится исследование компании с целью выявления перспектив эффективного функционирования в процессе слияния.

**В заключении**диссертации излагаются основные выводы и предложения по результатам проведенного исследования.

## Характерные особенности этапов развития фондового рынка и его инфраструктуры в России

Рынок ценных бумаг наряду с денежным рынком, рынком ссудного капитала (рынок банковских кредитов) образует систему финансового рынка. Данный рынок расширяет и облегчает доступ всем субъектам экономики к получению необходимых привлеченных и заемных средств. В отличие от рынка государственных ценных бумаг, который существовал в России на протяжении всего периода ее социалистического развития, рынок субфедеральных, муниципальных и, прежде всего, корпоративных ценных бумаг начал формироваться только с начала 90-х годов. Началом развития фондового рынка в России можно считать введение летом 1990г. Положений Совета Министров СССР, в которых впервые для будущих участников были введены основные понятия рынка ценных бумаг [116]. Данный период можно назвать спонтанным процессом, в рамках которого стали создаваться предпосылки для развития фондового рынка. На стадии его зарождения в России, в основном, предпринимались попытки копировать западный рынок, причем акцент был сделан на внешние организационные формы. В результате быстрее всего были организованы биржи, акции которых и стали первыми инструментами рынка, игравшими на нем доминирующую роль. К концу 1991 г. на рынок вышли акции инвестиционных компаний, коммерческих банков.

С 1992 г. началась торговля товарными и валютными фьючерсами и опционами, в это же время осуществлялась эмиссия депозитных и сберегательных сертификатов, по которым эмитентом выступали коммерческие банки. Под эмитентом подразумевается юридическое лицо, группа юридических лиц, связанных между собой договором, или органы государственной власти и органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед инвесторами ценных бумаг по осуществлению прав, удостоверенных ценной бумагой.

В развитии российского фондового рынка большую роль сыграла приватизация, под которой подразумевается возмездное отчуждение имущества, находящегося в собственности РФ, субъектов РФ, муниципальных образований в собственность физических и юридических лиц [130]. В условиях неразвитого российского фондового рынка, отсутствия накоплений у населения, неразвитого частного сектора, отсутствия твердой валюты, неразвитой банковской инфраструктуры, приватизация являлась начальным импульсом для формирования фондового рынка, позволяя участвовать в нем большинству предприятий и населению.

Организованная приватизация государственной собственности начала реализоваться в России с середины 1992 г. в двух формах. "Малая" приватизация охватила предприятия с основными фондами до 1 млн. руб. и затронула преимущественно сферу розничной торговли и бытового обслуживания. Ее влияние на фондовый рынок было лишь косвенным и, в определенном смысле, негативным, поскольку отвлекло значительную часть свободных денежных средств. "Большая", или "чековая", приватизация фактически началась только с начала 1993 г., когда объем продаж акций компаний, созданных в процессе приватизации, был очень малым.

## Характерные черты регулирования процесса реорганизации акционерных компаний

Объединение деятельности одной корпорации с деятельностью другой корпорации необходимо рассматривать как инвестиционное решение, причем, правильный выбор организационной формы сделки по слияниям и поглощениям будет влиять на эффективность данного решения. В учебной и периодической литературе можно встретить разнообразные классификации способов реорганизации компаний, исходя из особенностей российской практики. Например, авторы Гуревич М.И., Насыров Г.Ф. выделяют следующие возможные направления реорганизации российских компаний [49]. Первое направление — формирование интегрированной структуры холдингового типа. Необходимо отметить, что с 1999 г. законодательно разрешено формирование финансовых холдингов [27]. Второе — превращение центра в торговый дом группы, осуществляющий сбыт продукции и в ряде случаев приобретающий комплектующие для участников группы. Третье направление - превращение центральной компании группы в мощный институт, тесно сотрудничающий с учреждениями группы. Такой вариант групп, реализующих один или несколько проектов. Четвертое — превращение центра в отраслевые звенья конгломератов, создаваемых и контролируемых ведущими банками. Пятое — создание вокруг крупнейших банков групп предприятий. Шестое — создание «оболочных» фирм, у которых часть функций и, прежде всего, производство, переданы на контрактной основе сторонним подрядчикам. «Оболочные» фирмы выполняют те же функции, которые в идеале должны выполнять центральные компании ФПГ. Со временем «оболочная» фирма способна стать одним из владельцев предприятия. Седьмое — развитие и реорганизация структуры крупных промышленных предприятий путем формирования вокруг крупного предприятия сети мелких дочерних или тесно связанных с ним фирм. Это может способствовать повышению эффективности деятельности предприятия, росту загрузки производственных мощностей, привлечению дополнительных потребителей и, тем самым, создания условий для выживания.

Наиболее популярным типом реорганизации российских компаний, в последнее время, являются слияния, что можно объяснить стремлением обеспечить стабильность в условиях меняющихся рынков и общими процессами глобализации экономики, созданием европейского экономического и валютного союзов. Проявлением центростремительных тенденций в России является создание федеральных округов, что явилось толчком для многих корпоративных слияний.

Характерная особенность термина «слияние» проявляется не только с финансовой стороны, но и юридической. Данный термин является составной частью понятия реорганизация юридического лица. Кроме слияния, под реорганизацией согласно российскому законодательству понимается присоединение, разделение, выделение, преобразование. Данные реорганизационные формы отражены как в Гражданском кодексе, так и в Законе «Об акционерных обществах». Под слиянием понимается «возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних» [132]. В качестве альтернативного определения под слиянием понимается «объединение двух или более субъектов рынка в новое юридическое образование с прекращением юридического обособленного существования прежних компаний» [29].

## Усовершенствование методики балльной оценки показателей финансового состояния предприятий

Коэффициент автономии также можно дополнить коэффициентом долга, отражающим отношение заемных и собственных средств (коэффициент долга). У компании «Нижегородсвязьинформ» на каждый рубль собственных средств показатель заемного капитала уменьшился с 24,5 коп. до 20 коп., у «Удмурт телеком» соответственно возрос — с 11,5 коп. до 18,9 коп., что удовлетворяет нормальному уровню, составляющему 50 копеек и меньше.

Коэффициент структуры долгосрочных вложений возрос до 4,41% у ОАО «Удмурт телеком», что является уровнем, явно недостаточным для инвестирования средств во внеоборотные активы. У присоединяемой компании к концу периода долгосрочные пассивы практически не используются с целью инвестирования (см. табл. 16).

При рассмотрении коэффициента маневренности собственных средств можно сделать вывод, что у ОАО «Нижегородсвязьинформ» как в начале, так и в конце отсутствовали собственные оборотные средства. У сравниваемой компании складывается аналогичная картина, хотя к началу периода собственные оборотные средства составляли 6% от всех собственных источников.

Объяснением низкого значения показателя маневренности собственных средств является то, что предприятия имеют высокую оборачиваемость и незначительную сумму оборотных средств, это позволяет приобретать за счет краткосрочных ссуд текущие активы.

Коэффициент кредиторской задолженности относительно общей суммы обязательств у ОАО «Нижегородсвязьинформ» повысился за 2001 г. с 51 % до 61,1 %, у ОАО «Удмурт телеком» понизился с 70,1 % до 43,6 %, что дает в сравнительной характеристике преимущество второй компании.

На стабильность деятельности компании влияет также соотношение дебиторской и кредиторской задолженности: так к концу 2001 г. у ОАО «Нижегородсвязьинформ» такой коэффициент составлял - 1,1, что находится в пределах нормы, а вот у сравниваемой компании - 1,3. Считается, что если этот показатель превышает 1,2, то это соотношение угрожает стабильному финансовому состоянию предприятия (табл. 17).

Динамика отношения дебиторской задолженности в общей выручке в обеих компаниях говорит о том, что кредитоспособность предприятия повышается, так как долги покупателей быстрее превращаются в деньги. Причем, ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности значительнее у компании ОАО «Удмурт телеком».