Рудык Николай Борисович. Операции с ценными бумагами как инструмент защиты компании от враждебного поглощения : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 143 c. РГБ ОД, 61:03-8/1224-6

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1 Сущность, функции и роль враждебных поглощений в рыночной экономике

1.1 Общая характеристика враждебных поглощений 9

1.2 Враждебные поглощения как механизм, дисциплинирующий менеджменти

1.3 Специфика враждебных поглощений в РФ 25

Глава 2 Сравнительный анализ теорий мотивов враждебных поглощений 40

2.1 Максимизационные теории 40

2.2 Агентские теории 49

2.3 Поведенческие теории 59

2.4 Мотивы российских корпораций, проводящих враждебные поглощения... 66

Глава 3 Методы защиты от враждебного поглощения 80

3.1 Сравнительный анализ мотивов защиты от враждебного поглощения 81

3.2 Упреждающие методы защиты от враждебного поглощения 88

3.3 Контратакующие методы защиты от враждебного поглощения 103

Заключение 116

Литература 121

Приложения 130

**Введение к работе**

Рынок ценных бумаг в России развивался с самого начала как рынок корпоративного контроля, и в настоящее время интенсивный процесс обращения акций существенно меняет состав собственников предприятий, активизируя передел собственности между участниками фондового рынка -владельцами акций. Современная ситуация на отечественном фондовом рынке характеризуется снижением объема операций, формирующих портфельные инвестиции, и увеличением масштабов выкупа акций с целью передела собственности. Этот процесс нуждается в тщательном изучении, поскольку стало очевидным, что его масштабы на современном этапе напрямую влияют на состояние экономики и общества в целом, и существенным образом отражаются на жизнедеятельности каждого предприятия.

Вопрос привлечения инвестиций в российскую экономику сегодня актуален в равной степени как для крупных, так и для небольших производств. Необходимо сделать российские компании инвестиционно-привлекательными несмотря на имеющиеся макроэкономические и политические риски. Необходимо решить проблему нехватки оборотных средств и обеспечить сектор так называемой «старой» экономики новыми промышленными технологиями и оборудованием. Решение всех этих и многих других вопросов неразрывно связано с повышением эффективности корпоративного управления в российских компаниях, поиском путей разрешения агентских конфликтов, постоянно возникающих внутри них, и, в конечном счете, перераспределением контроля над компаниями от неэффективных собственников к эффективным.

Важнейшим элементом этого процесса являются враждебные поглощения корпораций. Враждебные поглощения (выкуп контрольного пакета обыкновенных голосующих акций компании на открытом фондовом рынке) являются одним из наиболее эффективных инструментов перераспределения контроля над компаниями в развитых рыночных экономиках. И хотя первое враждебное поглощение было проведено на российском фондовом рынке относительно недавно, лишь в 1995 году, объемы подобных сделок с тех пор неуклонно растут. Однако, в процессе перехода к рыночной экономике, классические враждебные поглощения «мутировали» в РФ и из эффективного механизма перераспределения собственности превратились в инструмент экспроприации благосостояния акционеров компаний, а значит и всего общества в целом. В связи с этим кажется особенно актуальным исследование методов защиты, к которым может прибегнуть компания для блокирования попыток проведения подобных сделок. Одним из способов защиты компании от разрушающего благосостояние акционеров враждебного поглощения, может быть проведение ряда специальных операций с ценными бумагами.

Наряду с вышесказанным, даже максимизационные враждебные поглощения на российском рынке зачастую проводятся без четкого представления общих закономерностей развития данной сферы экономики, что связано, в частности, с отсутствием академических исследований в этой области.

В 90-е годы в России изданы десятки книг и брошюр, посвященных ценным бумагам и фондовому рынку. Вместе с тем, большая часть опубликованных работ посвящена проблемам портфельного инвестирования. До самого последнего момента времени из области внимания отечественных исследователей практически полностью выпадали операции с ценными бумагами, обслуживающие стратегические инвестиции и, в том числе, служащие для защиты от враждебного поглощения. В данном исследовании делается попытка восполнить этот пробел.

Различным аспектам стратегического инвестирования и враждебным поглощениям посвящены книги и статьи А. Аграваля, Э. Акхагбе, Б. Амбросе, Я. Амихуда, Д. Анга, П. Барнеса, М. Брэдли, Ф. Бергера, Л. Бебчука, М.Буркарта, М. Биллетта, М. Вейнштайна, А. Винтона, Р. Гиаммарино, М.Грина, С. Гилсона, П. ДеМарзо, Д. ДеМотт, Г. ДеАнджело, М. Дженсена, Д.Девида, Д. Дукаса, В. Левеллена, Р. Уоклинга, Е. Хан Кима, Д. Хиршляйфера, Д. Неттера, Д. Макконела, М. Харриса, П. Малатесты, Р. Таггарта, Х.Тераниуна, К. Холдернеса, А.Шляйфера, К. Палепа, Р. Рубэка, А. Паульсен, Р. Шульца, А. Шивдасани, X. Тераниуна, Д. Торнтона, С. Майерса, Д. Штайна, П. Хейли, Э. Офека, М. Сироверу, Л. Зингалеса, Ю. Фамы, Э. Мауга, М.Фишмэна, Т. Лиза, Д.Матсусаки, Б. Трумэна, О. Уилльямсона, К. Майера, К. Кэрролл, К. Холдернеса, К. Смита, Л. Мервиля, Л. Мишре, Ф. Корнелии, ДЛонтиффа, Р. Паррино, Э. Экбо, М. Слейда, Л. Саймона Бэгвелля, К.Лодерера, Д. Миллера, О. Сарига, КЛанга, Э. Тащджиана, Д. Хасброка, Г. Хуббарда.

Однако, большинство работ этих авторов посвящены исключительно проблемам проведения враждебных поглощений на развитых рынках. Работы, посвященные специфике проведения и защиты от враждебных поглощений на развивающихся рынках, отсутствуют.

Целью настоящего исследования является изучение операций с ценными бумагами как инструмента защиты открытых акционерных обществ от враждебного поглощения.

Для достижения этой цели поставлены следующие задачи:

- определить сущность, функции и роль враждебных поглощений в рыночной экономике;

- выявить особенности враждебных поглощений в РФ;

- исследовать мотивы, которыми могут руководствоваться корпорации при проведении враждебных поглощений;

- обобщить существующие в зарубежной литературе теории, объясняющие мотивы корпораций, проводящих враждебные поглощения;

- исследовать мотивы российских корпораций, проводящих враждебные поглощения;

- исследовать мотивы защиты от враждебных поглощений;

- уточнить порядок проведения наиболее эффективных методов защиты от враждебного поглощения;

- раскрыть роль операций с ценными бумагами в практической реализации защиты от враждебного поглощения.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования в работе выступают враждебные поглощения. Предметом исследования служат операции с ценными бумагами, обеспечивающие защиту от враждебного поглощения.

Методологическую и теоретическую основу диссертации составляют фундаментальные положения экономической теории, в первую очередь теории функционирования финансовых рынков. В работе использован диалектический метод исследования экономических процессов. При изучении враждебных поглощений применялся системный подход, основывающийся на сочетании микро- и макроэкономического анализа. Количественные и качественные задачи решались с помощью математических, статистических и графических методов.

Основой разработки темы послужили фундаментальные работы Ф. Вестона, Я. Амихуда, М. Брэдли, М. Дженсена, Г. Манне, М. Миллера, Ф. Модильяни, А. Шляйфера, Р. Шульца, С. Майерса, О. Уилльямсона и других авторов.

Научная новизна работы.

Выявлены характерные особенности враждебных поглощений в РФ: активное использование процедуры банкротства для оказания давления на акционеров корпорации-цели, проведение дополнительных эмиссий обыкновенных голосующих акций с целью разводнения существующей структуры капитала компании, использование так называемого «административного» ресурса для дискриминации прав собственников корпорации-цели.

Проведена систематизация научных теорий, объясняющих мотивы корпораций, проводящих враждебные поглощения. Суть ее состоит в том, что все существующие теории разделены на максимизационные, агентские и поведенческие теории, где в качестве классификационного признака используется базовое предположение, в котором построена та или иная группа теорий.

Показана роль враждебных поглощений в повышении эффективности текущего менеджмента корпораций и, как следствие, повышение качества корпоративного управления компаниями в национальной экономике в целом (с. 67-71).

Обоснован тезис о том, что агентский мотив проведения враждебного поглощения является движущим мотивом большинства российских компаний, вовлеченных во враждебные поглощения (с. 71-79).

Проведен сравнительный анализ мотивов, которыми может руководствоваться компания, инициируя защиту от враждебного поглощения, и выдвинуты гипотезы, (гипотеза благосостояния акционеров и гипотеза благосостояния менеджеров) объясняющие эти мотивы (с. 81-86).

Предложена новая классификация методов защиты от враждебных поглощений: все методы защиты поделены на упреждающие и на контратакующие методы защиты, где признаком классификации выступает момент создания защиты относительно возникновения угрозы враждебного поглощения (с. 86-87).

Определены наиболее актуальные для российских компаний методы защиты от враждебных поглощений, а именно: разделение совета директоров, целевой выкуп акций, условие справедливой цены, стоп-соглашение и рекапитализация высшего класса (с. 88-116).

Практическая значимость исследования обусловлена, во-первых, все большей активизацией процессов перераспределения собственности в России. Ряд выводов диссертации, составляюпщх ее научную новизну, позволяет лучше оценить перспективы динамики рынка поглощений в России, что важно для определения стратегии развития крупных, и средних предприятий, а также государственных органов, ответственных за разработку экономической политики. Во-вторых, знание мотивов, которыми руководствуются иностранные корпорации при проведении враждебных поглощений, позволяет лучше оценить мотивы российских компаний. В третьих, практическая ценность работы определяется настоятельной необходимостью изучения опыта развитых стран в использовании враждебных поглощений как механизма повышения эффективности корпоративного сектора экономики. В диссертации сформулированы практические рекомендации по совершенствованию системы защиты корпорации от угрозы проведения разрушающего стоимость акционеров враждебного поглощения, которые могут представлять интерес для большинства корпораций работающих на российском рынке.

Выводы и положения диссертации могут быть использованы в учебном процессе в экономических вузах в преподавании курса «Ценные бумаги и биржевое дело».

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные научные результаты исследования нашли отражение в двух монографиях (Семенкова Е.В., Рудык Н.Б. «Корпоративные слияния». - М.: Академия народного хозяйства при Правительстве РФ, 1998, 3 п.л.; Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. «Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием». - М: Финансы и Статистика, 2000, 27,93 п.л.), а также статьях в периодической печати объемом 12 п.л. Общее количество публикаций по теме - 42 п.л.

Соискателем было подготовлено несколько аналитических обзоров: для Доверительного и Инвестиционного Банка ("Рынок корпоративного контроля: перспективы развития в РФ") и для Альфа Банка ("Стратегии нападения во враждебном поглощении"). Материалы диссертации используются в преподавании дисциплины "Ценные бумаги и биржевое дело".

## Общая характеристика враждебных поглощений

Традиционно понятие поглощение (takeover) определяется через концепцию тендерного предложения (tender offer). К сожалению, четкое юридическое определение тендерного предложения отсутствует как в действующем законодательстве РФ, так и в законодательствах большинства экономически развитых стран мира (в том числе и США). Однако, представляется возможным ввести следующее определение тендерного предложения. Тендерное предложение - это любое предложение на продажу или покупку определенного актива по определенной цене, в определенном количестве, действительное в течение определенного периода времени. В случае, если мы говорим о фондовом рынке и о тендерных предложениях на фондовом рынке, то очевидно, что под тендерным предложением понимается любая заявка на покупку определенного количества акций определенной компании, по определенной цене, действительная в течение определенного периода времени, информация о которой является общедоступной (известной всем участникам фондового рынка). Разницу между ценой выкупа одной акции, объявленной в тендерном предложении, и текущей рыночной ценой этой акции, принято называть премией (premium).

Теперь мы можем определить понятие поглощения. Поглощение - это тендерное предложение, которое выдвигает менеджмент одной корпорации на контрольный пакет обыкновенных голосующих акций другой корпорации. Корпорацию, выдвигающую тендерное предложение, называют корпорацией-покупателем, а корпорацию, на контрольный пакет акций которой выдвигается тендерное предложение, называют корпорацией-целью. Под контрольным пакетом обыкновенных голосующих акций в дальнейшем будем понимать такой пакет, который достаточен для смещения текущего менеджмента корпорации-цели.

На практике корпорациями могут проводиться поглощения двух типов: дружественные (friendly) и враждебные (hostile). Определим каждый тип. Дружественное поглощение - это тендерное предложение, которое делает менеджмент корпорации-покупателя менеджменту корпорации-цели на контрольный пакет обыкновенных голосующих акций последней. Враждебное поглощение - это тендерное предложение, которое выдвигает на открытом фондовом рынке корпорация-покупатель на контрольный пакет акций корпорации-цели. Таким образом, важнейшим отличием враждебного поглощения от дружественного поглощения является то, кому делает предложение на выкуп контрольного пакета акций менеджмент корпорации-покупателя. В случае с враждебным поглощением, менеджмент компании-цели оказывается полностью отключен от процесса проведения сделки выкупа, тогда как дружественное поглощение, как правило, проводится на переговорной основе. Именно поэтому дружественное поглощение называют иногда слиянием (merger). Из всего выше сказанного следует, что дружественное поглощение (слияние) - это, прежде всего, контракт между группами менеджеров двух компаний, условия которого вырабатываются в переговорном процессе, причем менеджеры корпорации-цели выступают на этих переговорах в качестве агентов своих акционеров. Необходимо отметить, что термин «слияние» имеет, в соответствии с действующим ПС РФ, следующее тожование: при слиянии двух или нескольких компаний возникает новая компания, которой передаются все права и обязанности этих двух или нескольких компаний, а последние прекращают свое существование в качестве отдельных юридических лиц. Подобную сделку в мировой практике принято называть консолидацией (consolidation).

## Максимизационные теории

Максимизационные теории мотивов враждебных поглощений основываются на предположении о том, что менеджмент корпорации всегда действует в наилучших интересах своих акционеров. Таким образом, в рамках максимизационных теорий, принимая решение о проведении враждебного поглощения, менеджмент компании стремится максимизировать чистое благосостояние акционеров своей компании.

Толковый словарь дает следующее определение синергии: «синергия -вариант реакции организма на комбинированное воздействие двух или нескольких лекарственных веществ, характеризующейся тем, что это действие превышает действие, оказываемое каждым компонентом в отдельности». Когда термин синергия употребляется по отношению к слиянию или враждебному поглощению, то здесь «организм» - это корпорация-покупатель, «лекарственное вещество» - это корпорация-цель, а «реакция организма» - это получение корпорацией-покупателем добавленной экономической стоимости, созданной в результате покупки корпорации-цели. Достаточно часто синергитический эффект называют еще правилом Синергитическая теория является одной из наиболее устоявшихся. в финансовой науке теорий, объясняющих мотивы компаний, проводящих слияния и враждебные поглощения. Сущность синергитической теории состоит в том, что возникающая при слиянии новая корпорация может использовать широкий спектр преимуществ (синергии), которые возникают вследствие объединения ресурсов этих корпораций. Например, если корпорация А принимает решение о приобретении корпорации Б и, в результате слияния, появляется новая10 корпорация С (превосходящая объемом своих активов каждую из сливающихся корпораций по отдельности и активы которой являются комбинацией активов корпораций А и Б), то, при прочих равных условиях, можно говорить о синергитическом эффекте, который может получить корпорация С.

Синергетическая теория слияний основывается на том, что менеджеры, как корпорации-цели, так и корпорации-покупателя, действуют в наилучших интересах своих акционеров, то есть все их усилия направлены на максимизацию благосостояния последних. В предположениях синергитической теории менеджеры корпорации-покупателя и корпорации-продавца будут заинтересованы в проведении слияния тогда и только тогда, когда это слияние увеличивает чистое благосостояние их акционеров и, следовательно, основной мотив для менеджмента корпорации-покупателя в проведении слияния -получение синергетических эффектов.

Все синергетические эффекты делятся на два типа:

? операционные синергии

? финансовые синергии

Операционные синергии

## Сравнительный анализ мотивов защиты от враждебного поглощения

Используя динамику цен акций корпорации-цели при объявлении о создание защиты от враждебного поглощения в качестве индикатора создания или разрешения стоимости, оказывается возможным сгруппировать все мотивы создания защиты в две конкурирующие гипотезы: гипотезу благосостояния акционеров и гипотезу благосостояния менеджеров.

Выдвигаемая нами гипотеза благосостояния акционеров утверждает, что защита от враждебного поглощения увеличивает благосостояние акционеров компании. В соответствии с этой гипотезой существуют следующие источники увеличения благосостояния акционеров. Во-первых, блокирование проведения враждебного поглощения, мотивированного желанием агрессора экспроприировать свободные потоки денежных средств, генерируемые компанией, и вывести из нее все ценные активы, очевидно, находится в наилучших интересах акционеров. Во-вторых, предположим, что враждебное поглощение мотивированно не агентским мотивом, а максимизационным. В этом случае акционерам опять на руку создание защиты от поглощения. Объясняется это следующим. Сделки, где возникают противоречия между вовлеченными в них сторонами по поводу стоимости продаваемого объекта, сопряжены с длительным процессом согласования цены и враждебное поглощение не исключение. Во враждебном поглощении корпорация-покупатель пытается согласовать величину тендера напрямую с акционерами корпорации-цели, игнорируя при этом ее менеджмент. Исключение менеджеров из процесса согласования величины тендерного предложения может значительно снизить благосостояние акционеров, так как последние не способны так же эффективно, как их менеджеры провести переговоры по согласованию цены выкупа акций и могут продать их по слишком низкой цене. Кроме того, защита сама по себе замедляет процесс поглощения, а в это время в поглощении могут заинтересоваться конкурирующие корпорации-покупатели, а увеличение конкуренции неминуемо влечет за собой рост величины тендерного предложения. Большинство эмпирических исследований, проведенных за последние годы, подтверждают это предположение. Например, установлено25, что конкуренция увеличивает премию выкупа акций у акционеров корпорации-цели с 24% до 41%. Другие исследования26 показали, что конкуренция во враждебном поглощении увеличивает размер тендерного предложения в среднем на 23%.

В третьих, постоянная угроза враждебного поглощения может привести к тому, что менеджеры корпорации начнут фокусировать свое внимание не на стабильности и процветании своей компании в долгосрочной перспективе, а на ее текущих показателях прибыльности. Менеджмент может начать сокращать объемы инвестиций в НИОКР, отклонять инвестиционные проекты, срок окупаемости которых превышает 2-3 года. Действительно, если корпорация не сегодня завтра может быть поглощена (а после враждебного поглощения менеджмент корпорации будет заменен), то было бы наивным ожидать, что менеджмент корпорации будет заинтересован в долгосрочной перспективе. Подобное поведение менеджмента приведет к снижению стоимости компании и, как следствие, снижению благосостояния ее акционеров. Теоретически, защита от поглощения может разрешить эту проблему. Например, менеджер может получить гарантию на получение крупных бонусных выплат в результате своего увольнения, явившегося следствием враждебного поглощения его компании27.

Выдвигаемая нами гипотеза благосостояния менеджеров утверждает, что зашита от враждебного поглощения увеличивает благосостояние менеджеров корпорации. В соответствии с этой гипотезой, устанавливая защиту от враждебного поглощения, менеджмент преследует собственные интересы, а именно - пытается искусственно ослабить дисциплинирующую функцию враждебных поглощений. Устанавливая защиту от враждебного поглощения, менеджер защищает в первую очередь себя, а совсем не своих акционеров. Теперь, как бы плохо он не управлял корпорацией, ему не грозит увольнение (или его вероятность значительно снижается). Вспомним, что благосостояние менеджмента компании покоится на потоках заработной платы и ресурсной базе компании, которую российский менеджер зачастую использует в своих личных интересах. Очевидно, что этот «компенсационный пакет» принадлежат менеджеру так долго, как долго он остается на своем посту. Как вероятность враждебного поглощения корпорации увеличивается, так сразу же увеличивается вероятность потери заработной платы и утраты доступа к ресурсной базе компании. С большой долей вероятности можно ожидать, что избегающие риска менеджеры будут стремиться снизить этот риск всеми возможными способами, одним из которых может стать оборудование корпорации защитой против поглощения. Защита снижает вероятность поглощения корпорации, а значит, снижает и риск потери заработной платы. Таким образом, защитные действия, не приносящие никакой пользы акционерам, могут приносить пользу менеджменту, который подобным образом пытается снизить свои риски, а оборудование корпорации защитой от враждебного поглощения можно рассматривать как один из агентских конфликтов.