Суплатов Константин Алексеевич. Финансовые инструменты слияния компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 158 c. РГБ ОД, 61:04-8/1037

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Выявление противоречий в процессе слияния компаний 12

1.1. Формы, динамика международной кооперации, факторы влияющие на слияния компаний 13

1.2. Классификация основных типов слияний и поглощений компаний 25

1.3. Правовые аспекты слияний в России, США и Европе 31

Глава 2. Теоретическое и практическое обоснование слияний в России 45

2.1. Анализ статистических данных и особенности выбора финансовых инструментов 46

2.2. Обоснование методов оплаты слияний и их анализ 58

2.2.1. Методы оплаты слияний 61

2.2.2. Налоговая и информационная теории выбора метода оплаты 72

2.2.3. Анализ отражения слияний в бухгалтерском учете 76

2.3. Реакция фондового рынка на слияния компаний 79

Глава 3. Методика выбора финансовых инструментов при слиянии компаний для минимизации рисков 84

3.1. Методика оценки выгод, затрат и рисков при слиянии 85

3.1.1. Оценка выгод при слияниях 87

3.1.2. Оценка издержек слияния 93

3.2. Методика рас счета рисковой стоимости 101

3.2.1. Общий подход к оценке рисков при слияниях 101

3.2.2. Вычисление рисковой стоимости 106

3.3. Финансовый инструмент оценки рисковой стоимости 114

3.3.1. Основные разновидности финансовых рисков при интеграции 114

3.3.2. Инструмент по вычислению рисковой стоимости при выборе метода и размера оплаты сделки 121

Заключение 125

Список использованной литературы 131

Приложения 145

**Введение к работе**

**Актуальность темы.**Ключевым государством в СНГ является Россия, обладающая колоссальным потенциалом сырьевых ресурсов, свободных производственных площадей и высококвалифицированным кадровым потенциалом.

Россия, оставаясь крупнейшей страной в мире и влиятельной экономической и военной державой и простираясь на 17 миллионов км. [39, с.99] от Европы до Дальнего Востока, является единственным государством, граничащим с развитыми государствами Тропы, Азии и Америки. Кроме того, Россия обладает давними научно-техническими, промышленными и культурными традициями, являясь крупнейшим поставщиком нефти, газа, металлов и других природных ресурсов.

Активизируя приток иностранных инвестиций и направляя их на возрождение промышленности, Россия имеет шанс стать крупнейшим поставщиком производственных и потребительских товаров в первую очередь таких отраслей как химическая промышленность и машиностроение.

Для решения этой задачи Россия открыла доступ для иностранных компаний к своему потребительскому рынку. Для зарубежных компаний, столкнувшихся с проблемой перенасыщенности национальных рынков, развитие отношений с Россией представляется прекрасной возможностью для расширения масштабов деятельности и повышения конкурентоспособности.

Усиление позиции России как важной экономической платформы отразится в росте интереса, проявляемого к ней со стороны западных корпораций. Экономическое благосостояние России её статус, как экономической державы, зависят от интеграции с зарубежными компаниями, так и от расширения малого бизнеса внутри страны.

Для сохранения большой или малой компании или кооператива в современном мире жесткой конкуренции, важно обеспечить ей рост и стабильность в долгосрочном периоде. Следует учесть истинные побудительные мотивы интеграции, их внутренние движущие силы, механизмы и саму природу этого явления. В связи с малым количеством серьезной литературы в России по данной проблематике, автор обратился к научным исследованиям зарубежных коллег.

Поэтому в предлагаемой работе делается попытка обобщить опыт, существующий в данной области в мире. Вместе с тем в процессе работы над диссертацией преследовалась цель, как можно точнее адаптировать опыт зарубежных рынков корпоративных слияний и консолидации к российской реальности, так как рынок корпоративных слияний, и консолидации на протяжении всей истории развития отечественного фондового рынка и сейчас остается единственным действительно «живым» его сегментом.

Слияние компаний - новая тема для большинства российских предпринимателей. Она становится все более актуальной, а ее практическое применение часто эффективно для реализации конкурентных преимуществ поглощающей компании.

Изучение проблем слияния компаний считается одной из наиболее сложных и в то же время самой интересной темой в западной теории финансов [29, с.120]. На практике рынок слияний известен своей многомиллиардной капитализацией и доходами, иногда исчисляемыми сотнями миллионов долларов.

Формирование и усиление групп компаний - одна из важнейших тенденций развития экономики, и один из главных факторов глобализации мировой промышленности. Крупные корпоративные структуры, составляющие основу экономически развитых стран и мирового хозяйства в целом, повышают макроэкономическую регулируемость производства, вносят устойчивость в экономическое сотрудничество (в т.ч. международное), выступают в качестве естественных партнеров государственной исполнительной власти в выработке и реализации стратегической линии в процессе модернизации экономики [35, с.42]. Иллюстрацией данной тенденции является то, что крупные корпоративные структуры в транснациональном масштабе обеспечивают до 3/4 мирового товарооборота, причем значительная его часть (около 1/3) осуществляется путем внутри корпоративного обмена между подразделениями, расположенными в различных странах. [31,с.55].

В Российской Федерации пока недостаточно цивилизованного опыта слияний компаний особенно с участием малого и среднего бизнеса. Однако необхо-

димость в таком опыте большая. Вопрос стоит таким образом - как перенять зарубежный опыт, и в каких видах применять его в российской экономике. Следовательно, научный аспект должен состоять в учете и анализе динамики процессов и в разработке возможностей минимизации финансовых рисков.

В стране, где много природных ресурсов, но велика изношенность основных фондов, открытый рынок и отсутствие государственного протекционизма доказали, что национальный производитель может выжить только путем объединения с поставщиками, подрядчиками и конкурентами, с целью повышения уровня своей капитализации или создания совместных предприятий. В результате подобных объединений и диверсификации производства в мировой экономике к 1990-ым годам появились достаточно мощные группы, которые производят до 85% валового внутреннего продукта таких стран как США, Великобритания, Германия [17, с.72].

Развитие научного прогресса требует совершенствования методов финансирования в промышленность. На мировом уровне компании также столкнулись с проблемой перенасыщения рынков и ограниченности сырьевых и квалифицированных кадровых ресурсов. Россия, обладающая этими ресурсами и являющаяся крупнейшим поставщиком природного газа, нефти, драгоценных металлов и леса, вынуждена привлекать иностранные инвестиции на модернизацию промышленности из-за ограниченности внутреннего рынка капитала. Россия имеет шанс стать крупнейшим производителем потребительских и производственных товаров, в частности в химической промышленности и машиностроении.

Держа курс на возрождение промышленности, Россия открыла доступ иностранным компаниям к своему рынку, что может быть взаимовыгодно как для отечественных, так и для зарубежных компаний, что способствует развитию экономики России и усилению её позиций в мире.

Автор выявил противоречия теоретического обоснования слияний и практических возможностей в этой области, заключающиеся в том, что экономически развитые страны имеют опыт создания и слияния компании и теоретическое обоснование этих процессов; однако дефицит сырьевых и квалифицированных

кадровых ресурсов вместе с необходимостью поиска новых рынков сбыта поставили ведущие экономически развитые страны мира перед необходимостью инвестировать их капитал в экономику РФ.

Российская Федерация, остро нуждающаяся в привлечении инвестиций, не имеет для этого достаточной научно обоснованной и правовой базы. В результате в российской науке появилась необходимость теоретически уточнить возникшие противоречия, для чего потребовалось выделить особенности практической и теоретической сущности интеграции компании в российской экономике, в том числе слияние компаний как одну из ее форм. Другим результатом этого противоречия явилась необходимость развивать антимонопольное законодательство в РФ.

Основной научной целью данной работы стало исследование практической и теоретической сущности финансовых инструментов слияния компаний в условиях РФ, что и было положено в основу данного исследования. Изучив накопленные материалы по управлению финансами в корпоративных структурах и использовав личный практический опыт работы автора в финансовой компании PricewaterhouseCoopers, представилось возможным создание научной базы в области финансовых инструментов, используемых при слиянии и интеграции компаний, а так же при создании и укрупнении малого бизнеса.

Теоретические исследования этих вопросов нашли отражение в трудах российских ученых: В. Дементьева, Ю. Вин слава, Е. Семеновой, Н. Рудака, Ю. Якутина, Е. Ленского, В. Цветкова, А. Калина, И. Катаева, А. Пономарева, Э. Гуськов, А. Коробкина и других российских авторов. Они провели большую работу в изучении сложившейся системы взаимоотношений в группах, их управления, создания, регламентации деятельности. Однако их исследования носят характер описания существующих групп и их отношений в зарубежной корпоративной культуре, российской действительности, приведения статистики, рекомендаций изменения законодательной базы и макроэкономического характера. А более детальное изучение финансовых инструментов и методические рекомен-

дации по слияниям требуют самостоятельного исследования, что и было мной проделано в данной работе.

Многие теоретические и практические вопросы формирования групп компаний нашли отражение в трудах российских ученых, занимающихся исследованием крупных корпоративных структур: В. Дементьева, Ю. Винслава, Е. Семен-ковой, Н. Рудыка, Ю. Якутина, Е. Ленского, В. Цветкова, А. Калина, И. Китаєва, А. Пономарева, Э. Гуськова, А. Коробкина. Кроме них, использовались публикации других российских авторов, но именно вышеназванные, с нашей точки зрения, являются в настоящее время основными исследователями института корпоративного управления групп компаний. Они провели большую работу в изучении сложившейся системы взаимоотношений в группах, их управления, их создания, регламентации их деятельности. Однако исследования российских ученых носят в большей степени характер описания существующих групп и их взаимоотношений, создания статистической базы исследований, формирования рекомендаций по изменению законодательной базы и концепций макроэкономического характера.

Более детальное изучение и методические рекомендации по финансовым инструментам слияний и поглощений в условиях риска практически отсутствуют. И, учитывая, что в российском финансовом менеджменте базовые рекомендации могут быть использованы только в отношении простых структур, возникла необходимость доработать базу для выделения собственных модификаций инструментов с учетом рисков и динамики финансовых процессов. В процессе исследований автора в области финансовых инструментов слияния и поглощения групп компаний в теоретической части использовались работы американских классиков финансового управления: Ричарда Бейли, Стюарта Майерса, Ченга Ф. Ли, Джозефа И. Финнерти, Тома Коупленда, Тима Коллера, Джека Муррина, Уильяма Ф. Шарпа, Гордона Дж. Александера, Джеффи В. Бэйли, Эрика Хелферта, Рэя Ван-дер Вила, Дж. К. Ван Хорна. Работы этих экономистов создали теоретическую базу современного управления финансами и представили методики оценки деятельности диверсифицированных компаний с выделенными подразделениями.

Однако в этих работах не учтена российская специфика. Кроме этого, в иностранных источниках используются некоторые инструменты, пока что не доступные российским компаниям. С нашей точки зрения, хотя и следует ориентироваться на эти источники, необходимо произвести адаптацию зарубежного опыта под российские реалии с учетом сложившейся в стране системы управления.

**Целью диссертационного исследования**является теоретическое обоснование и разработки направлений совершенствования финансовых инструментов слияния компаний в Российской Федерации **с**учётом минимизации рисков, как для стратегических, так и для малых инвесторов.

**Задачи диссертационного исследования.**Для достижения поставленной цели потребовалось решение следующих задач, определивших логику и структуру данного диссертационного исследования:

проанализировать финансовые инструменты и методы слияния компаний за рубежом и в РФ;

выявить противоречие в теории и практике процесса слияния компаний и предложить пути его разрешения;

изучить и обобщить мировой опыт управления процессами интеграции и создания предприятий малого бизнеса, возможности и перспективы его применения в российской ситуации;

раскрыть специфику бухгалтерского учёта, статистического анализа и управления финансами при слиянии компаний;

разработать основы методики совершенствования финансовых инструментов слияния и обосновать достоверность предложенной методики **с**помощью экономико-математических методов;

проанализировать методы оплаты слияния с учётом сокращения связанных со слиянием рисков;

выбрать оптимальные методы расчета доходности, издержек и рисков при слиянии и на основе полученных данных разработать финансовый инструмент по вычислению оптимальной рисковой стоимости.

**Область исследования.**Исследование проведено в рамках п.3.6 «Проблемы управления финансовыми рисками» и п. 3.12. «Финансовая стратегия корпораций» специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» паспорта специальностей ВАК.

**Объектом исследования**являются финансовые процессы и методы оплаты слияния компаний.

**Предметом исследования**являются финансовые инструменты, и методы определения финансовых выгод и издержек компаний и инвесторов при оплате слияния денежными средствами и обыкновенными акциями с учетом рисков.

**Теоретическую и методологическую основу**исследования составили труды отечественных и зарубежных учёных по проблемам деятельности крупных корпоративных структур и малых предприятий, статистические данные, официальные документы Правительства РФ, законы РФ, указы Президента РФ, нормативные и инструктивные материалы, научные обзоры, публикации, доклады и статьи в периодической печати и Internet.

При решении поставленных задач использованы различные методы научных исследований: статистический, графический, оценок рисков и эффективности, моделирования, системный и ситуационный анализ, а также математические модели и формулы расчётов.

**Научная новизна**диссертационного исследования заключается в формировании финансовых инструментов и методов расчета уровня рисков при слияниях компаний, с учетом особенностей российской практики при использовании международного опыта. В процессе работы над диссертацией получены следующие результаты, обладающие определённой степенью научной новизны. Выявлено сложившееся противоречие в процессах интеграции, поделившее компании мира на ищущие рынок сбыта и сырья с одной стороны и ищущие капиталовложения, с другой стороны. В поисках путей устранения этого противоречия, автор выявил теоретическую и практическую особенность адаптации процессов интеграции в условиях РФ, предложив свои факторы и критерии оценки.

В ходе исследования созданы принципиально новые модификации классификации слияний на основе опыта становления и развития групп компаний, в том числе классификация слияний по целям, стоящим перед компаниями, комплексная и максимально полная классификация групп по всем возможным признакам, классификация путей создания групп и методов слияний с учетом особенностей формирования их финансовых инструментов.

Разработаны предложения по оценке финансово-экономических результатов слияний малых и средних предприятий, с целью защиты инвесторов от рисков потерь собственности и доходов в процессах реорганизации предприятий.

Предложен метод по управлению финансами для минимизации рисков при слияниях компаний с помощью разработанного автором инструмента "по вычислению оптимальной рисковой стоимости при выборе метода и размера оплаты слияния" в качестве наиболее оптимального.

**Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования**состоит в том, что результаты исследования и выводы автора доведены до конкретных рекомендаций по совершенствованию процессов управления финансами в группах компаний, повышению эффективности результатов их хозяйственно-экономической деятельности. .

Результаты диссертационного исследования предоставляют возможность создания алгоритмической среды информационной системы управления в крупных корпоративных структурах и могут служить основой для формирования гибких и мобильных систем управления процессами слияния, способствующих достижению приемлемых рыночных результатов.

Основные положения и рекомендации могут быть использованы государственными органами управления, Ассоциацией финансово-промышленных групп РФ (АФПГ) при совершенствовании нормативно-правовой базы, а также в деятельности торговых, промышленных и финансово-кредитных учреждениях.

По теме диссертации опубликовано 5 статей общим объемом 4,54 п.л. (авторских - 3,12 п.л.).

**Апробация и внедрение результатов исследования.**Основные положения и рекомендации диссертации обсуждались на научно-практических конференциях профессорско-преподавательского состава в Российской экономической академии имени Г.В. Плеханова (2000-2002 гг.), Российском новом университете (2000-2003 гг.) и в Московском университете потребительской кооперации Центросоюза РФ (2003 г.).

Отдельные разделы и материалы диссертационного исследования были использованы Государственным предприятием «Российская Финансовая Корпорация» при разработке методического обеспечения консалтинговой деятельности (справка от 06.06.2003 г.) и АКБ «ИнтрастБанк» при анализе инвестиционных проектов (справка от 11.06.2003 г.).

## Формы, динамика международной кооперации, факторы влияющие на слияния компаний

Наряду с терминами «многонациональная» и «глобальная» компания в зарубежной практике используется ряд других понятий, такие как «транснациональная» и «интернациональная».

По сути, именно МНК превратили мировую экономику в подлинно международное производство, дали импульс развитию научно-технического прогресса в различных его проявлениях, обеспечили повышение технического уровня и качества продукции, рост эффективности производства. Особенно выделяю значение МНК с позиции совершенствования форм менеджмента и организации предприятия, управления его коммерческим, производственно-технологическим и кадровым потенциалом, так как с этим связано значение особенности организации и управления, формируемых МНК и малого бизнеса.

Большинство многонациональных компаний развитых стран Европы и Северной Америки организованы по иерархическому принципу и имеют холдинговую форму организации, как особый тип финансовой либо финансово-промышленной компании, создаваемой для владения контрольными пакетами акций (контрольными паями) других фирм с целью делового контроля над ними и управления их деятельностью.

Холдинговые компании (ХК) на практике за рубежом стоят во главе объединения предприятий различных отраслей и секторов экономики. Разветв-ленность деловых связей, многоотраслевой характер деятельности таких структур, повышение самостоятельности хозяйственной деятельности отдельных подразделений (особенно - на удаленных географических рынках), это значительно усложняет механизм взаимодействия и управления МНК.

В зарубежной практике непосредственное владение меньшей долей голосующих акций иногда оказывается достаточным для полного контроля над фирмой со стороны инвестора. Это случается, например, если значительная часть акций широко распылена между большим числом независимых мелких акционеров и вероятность консолидации решающего пакета в других руках мала. Возможно также, что холдинговая компания осуществляет контроль над фирмой, распоряжаясь ее голосующими акциями на основании договора траста или доверительного управления. Владение более чем 50% акций является критерием, который с точки зрения Международных стандартов бухгалтерского учета позволяет формировать консолидированную финансовую отчетность МНК, включающую данные о бухгалтерском балансе и финансовых результатах, как холдинговой компании, так и дочерних предприятий.

Наиболее распространены два основных вида холдинговых компаний: финансовые («чистые») и смешанные. Финансовая холдинговая компания создается с целью реализации функций финансового контроля и управления. Смешанная холдинговая компания занимается конкретной предпринимательской деятельностью в том числе: промышленной, торговой, транспортной, кредитно-финансовой и т.д.

В отличие от инвестиционных фондов холдинговые компании не ограничиваются международными портфельными инвестициями, т.е. диверсифицированными вложениями в акции компаний различных стран. Целью холдинговой компании является получение контроля над акционерным капиталом, что позволяет эффективно осуществлять управленческие функции.

## Анализ статистических данных и особенности выбора финансовых инструментов

Согласно данным PricewaterhouseCoopers, в 2001 году Россия лидировала в Центральной и Восточной Европе по количеству и объему заключенных сделок: было объявлено о заключении 237 сделок на общую сумму около 6 млрд. долл. Правда, инвестиционные банкиры считают, что реальные цифры значительно выше, так как не обо всех сделках сообщается публично. Информация о сумме сделки была раскрыта в 30% случаев, а средний объем сделки составил 52 млн. долл. Однако если исключить сделки стоимостью свыше 100 млн. долл., которые значительно выше среднего показателя по региону, средний объем составит 15 млн. долл. Было заключено восемь сделок на сумму свыше 100 млн. долл., крупнейшая из них — покупка за 650 млн. долл. структурами, связанными с ТНК, 44% акций СИДАНКО у группы компаний «ИНТЕРРОС». Малый и средний бизнес в слияниях реально не участвует. Самыми активными игроками российского рынка слияний 2001 г. стали крупные диверсифицированные финансово-промышленные группы: «Альфа групп», «Группа МДМ», «Сибирский алюминий», нефтяные гиганты ЛУКОЙЛ и ЮКОС, а также лидер пищевой отрасли компания «Вимм-Билль-Данн» [16, с.17-23].

Падение курса акций, корпоративные скандалы и неудачный исход многих сделок, заключённых в 1990-е г., всё это привело к одному из значительных спадов в области слияний и поглощений за последние 30 лет. Например, в 1997 году общий мировой объём сделок по отношению к валовому национальному продукту составлял 18%, в то время как в 2002 г. упал до 4%.

По исследованиям Коха (Steve Koch) сопредседателя отдела слияний и поглощений в инвестиционном банке «Credit Sues First Boston," чтобы заключить сделку нужна уверенность, как в собственном, так и в поглощаемом бизнесе; в настоящее время мы испытываем беспрецедентный кризис в подобной уверенности».

Особенно значительно было снижение в секторе крупных сделок. За 2002 г. количество сделок превышающих 500 млн. долл. снизилось на 33.8%, в то время как, падение в секторе от 10 млн. долл. до 500 млн. долл. составило только 10.8%. По результатам исследования Эрика Андерсона, аналитика из Dealogic, в период усиленного внимания к крупным сделкам со стороны контролирующих органов, шансы на мега сделки значительно упали. Если прибавить к этому общий спад в экономике, нестабильную политическую ситуацию в ряде ключевых районов, то 2002 г. покажется не таким уж пессимистическим в плане активности в области слияний и поглощений. Как видно из рис.2. 2002 г. сравним с относительно благоприятными 1996-1997 г.г. предшествовавшими интернет буму, бывшего скорее исключением, и на фоне которого экономические показатели во многих областях в ближайшие году не будут казаться столь радужными [192, pp. 18-21].

## Методика оценки выгод, затрат и рисков при слиянии

В предложенном диссертационном исследовании автором разработана специальная методика для выбора финансовых инструментов при слиянии для минимизации рисков.

По мнению автора, в настоящее время весьма важными становятся задачи исследования возможного снижения рисков слияний.

Используя опыт мировой практики, которая накопила достаточно большой набор финансовых инструментов, определяющих технологии слияния, мы рассмотрим часть из них с целью изучения их применения в российской практике. Следующие аспекты были учтены при выборе финансовых инструментов в нашем дальнейшем исследовании:

1. анализ процессов слияния потребовал определение и включение рисков;

2. рассмотрены пути минимизации рисков разных методов и форм объединения компаний. Оценено различие в рисках между приобретением акций и приобретением активов;

3. дан анализ рисков последовательности действий при открытой скупке акций. Оценены правовые ограничения, регулирующие эту практику;

4. учтены налоговые аспекты объединения компаний.

В экономике процесс принятия решений на всех уровнях управления происходит в условиях постоянной неопределенности конечных результатов деятельности.

Частичная или полная неопределенность объясняются тем, что, в сущности, экономические проблемы сводятся к задачам выбора из некоторого числа альтернатив, при этом экономические агенты не располагают полным знанием ситуации для выработки оптимального решения, а также не имеют достаточных возможностей для адекватного учета всей доступной им информации. В этих условиях приходится действовать, лишь исходя из некоторых предположений о возможностях развития ситуации, основанных на прошлом опыте. Сам процесс изучения объекта также может вносить дополнительную неопределенность из-за несовершенства используемого инструментария, ошибок анализа, моделирования и т.п.

В количественном отношении неопределенность подразумевает возможность отклонения от ожидаемого результата или среднего значения, как в меньшую, так и в большую сторону. Такая неопределенность называется «спекулятивной», в отличие от «чистой» неопределенности, предполагающей возможность только негативных отклонений. Очевидно, что на практике гораздо большее внимание уделяется возможности «недополучения» желаемого результата, чем его превышения.

Риск, соответствующий «чистой» неопределенности, будет являться объектом дальнейшего рассмотрения. Риск есть обратная сторона свободы выбора: отсутствие альтернатив означает и отсутствие риска. В отличие от неопределенности вообще, риск является измеримой величиной, его количественной мерой служит вероятность неблагоприятного исхода. В более узком смысле под риском понимается измеримая вероятность недополучения прибыли либо потери стоимости портфеля финансовых активов, инвестиционного проекта, компании в целом и т.д.

Проблема управления рисками существует в любом секторе экономики - от сельского хозяйства и промышленности до торговли и финансов, что и объясняет ее постоянную актуальность. Поскольку все отрасли экономики связаны в единый механизм благодаря финансовой сфере, именно финансовым рискам следует уделить наибольшее внимание.