Хитров Юрий Николаевич. Финансовые аспекты стратегии корпоративных слияний и поглощений : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2000 106 c. РГБ ОД, 61:00-8/1976-5

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Развитие форм финансирования корпоративных слияний и поглощений при определении стратегии их проведения в современных условиях. 11

1. Роль и место ценных бумаг и наличных средств как форм финансирования слияний и поглощений. 16

1.2. Особенности форм финансирования при 40

слияниях частных компаний и при выборе стратегии защиты от принудительных поглощений.

Глава II. Развитие источников финансирования и корпоративного дохода при определении стратегии слияний и поглощений в современных условиях. 52

2.1. Место и роль источников финансирования при определении стратегии слияний и поглощений. 55

2.2. Место и роль оценки источников корпоративных доходов при определении стратегии слияний и поглощений. 67

Глава III. Место и роль отдельных налоговых и финансовые аспектов в разработке стратегии слияний и поглощений. 73

Заключение. 92

Список использованной литературы. 101

Приложения. 105

**Введение к работе**

В настоящей работе анализируется спектр финансовых аспектов, влияющий на принятие решения относительно проведения слияний и поглощений и определение оптимальной стратегии реализации данных процессов.

Актуальность темы данной диссертационной работы определяется проводимыми реформами российской экономики, в результате которых формируются новые межкорпоративные ( употребляя в настоящей работе термин "корпорация", мы основываемся прежде всего на американском определении данного термина, которое близко по смыслу английскому определению публичной компании и определению российского открытого акционерного общества - ОАО ) взаимосвязи, основывающиеся, прежде всего, на рыночных факторах и предполагающие процессы концентрации и централизации капитала, прежде всего путем слияний и поглощений компаний. Если не принимать в расчет нынешний экономический кризис, то контроль государства над коммунальным сектором, элементы монополии в отдельных отраслях промышленности и переходное состояние российской экономики в целом создают большую неопределенность в прогнозах относительно ближайших перспектив слияний и поглощений. Однако уже сейчас можно предположить, что в среднесрочной и долгосрочной перспективе, несмотря на негативные последствия экономического кризиса, будут иметь место серьезные возможности инвестиций в российские фирмы, открытые для этого. Их относительно низкая стоимость может привести к увеличению числа, прежде всего, международных слияний и поглощений. Стимул подобных объединений для российских компаний - получение доступа к финансовым средствам их иностранных партнеров, передовым технологиям и управлению. В этой связи

возрастает значение актуальности исследования финансовых основ выработки стратегии проведения слияний и поглощений.

На сегодняшний день среди российских отраслей, в которых наблюдается наибольшее количество слияний и поглощений, можно выделить нефтяную, табачную, пищевую и фармацевтическую отрасли, а также, производство потребительских товаров. Наиболее примечательным примером в фармацевтической промышленности является приобретение местных фармацевтических компаний фирмой "ICN Pharmaceuticals" (США). В табачную промышленность России крупнейшими иностранными компаниями -"RJ Reynolds", "Philip Morris", "British American Tobacco" - в течение относительно короткого времени были инвестированы значительные финансовые средства, в основном путем приобретения местных фабрик.

По мнению автора, нынешняя финансовая ситуация в России может ускорить темп слияний в тех секторах экономики, в которых наблюдается относительно высокая степень фрагментации и значительный экспортный потенциал.

Степень разработанности проблемы. Вопросы, связанные с изучением финансовых аспектов стратегии слияний и поглощений, исследованию которых посвящена диссертация, являются предметом обсуждения как западных, так и российских ученых. Острая необходимость в привлечении иностранных капиталов, технологий и методов управления в реальный сектор российской экономики на данном этапе, очевидно, стимулирует процесс изучения различных аспектов проведения слияний и поглощений. Это особенно актуально в плане изучения зарубежного опыта для создания адекватных условий инвестирования для зарубежных компаний. Однако считаем необходимым отметить, что основная часть работ западных экономистов в этой области, несмотря на наличие большого количества исходных данных, представляет собой в большей степени общеэкономический анализ основных

аспектов проведения слияний и поглощений применительно к отдельным развитым странам и регионам. Что касается российских авторов, то тема, связанная с анализом финансовых аспектов проведения корпоративных слияний и поглощений является недостаточно исследованной и изученной и затрагивается в основном в отдельных научных статьях, посвященных более широкой проблематике. Кроме того, в отечественной экономической литературе до сих пор не предпринималось системных попыток углубленного изучения практического зарубежного опыта слияний и поглощений с точки зрения его применимости для российских компаний.

Актуальность и недостаточная научная изученность финансовых аспектов стратегии корпоративных слияний и поглощений в условиях как роста общего количества данных процессов в России, так и очевидной долгосрочной тенденции к созданию более адекватных условий развития корпоративного сектора экономики в целом, определили выбор темы, цели и задачи данного диссертационного исследования.

Цель и задачи диссертации. Исследование теории и практики процессов сияний и поглощений показывает, что изучение финансовых аспектов стратегии слияний и поглощений в системе исследований корпоративных финансовых взаимоотношений является одним из самостоятельных направлений и, соответственно, имеет свой предмет, свой источники и свою направленность.

Основной целью диссертационной работы является исследование и анализирование в обобщенном и систематизированном виде финансовых аспектов стратегии слияний и поглощений на основе как иностранного, так и российского практического опыта для определения значения финансовых аспектов в общей системе системе факторов стратегии слияний и поглощений.

Для достижения указанной цели поставлены следующие задачи:

• Проанализировать имеющиеся формы финансирования процессов слияний и поглощений;

• Рассмотреть источники доходов как стимул к проведению слияний и поглощений и проанализировать основные источники их финансирования;

• Исследовать отдельные финансовые вопросы (напр., налоговые и другие ), имеющие существенное значение при определении стратегии слияний и поглощений;

• Сформулировать и обосновать перспективы и тенденции процессов слияний и поглощений в России.

Теоретической и методологической основой исследования послужили труды как иностранных, так и российских экономистов в данной области, включая фундаментальные исследования и публикации в специализированных периодических изданиях. При работе над настоящей диссертацией автор использовал методологические подходы и выводы, содержащиеся в работах таких экономистов как Стэнли Рид, Александра Лажу, Джозеф Марен, Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Муррин, Майкл Аллен и Роберт Ходжкинсон, Ричард Брейли, Стюарт Майерс, Питер Лорандж, Юджин Котлярчук, Харбир Сингх, Стивен Уотерс, Давид Стил, Стивен Шерман, Кеннет Уайт, Джон Линдквист. Работе над настоящей диссертацией способствовал анализ работ таких авторитетных российских авторов как А.Калин, В.Палий, С.Пучкова, А.Хорин, А. Саркисянц, Л.Чепурина, И.Федонюк, А.Дятлов.

В качестве статистической информации были использованы материалы международного информационного агентства "Bloomberg" и другие иностранные и российские источники.

При написании диссертационной работы были использованы практические знания и опыт, полученные автором во время работы в лондонском офисе американской консультационной компании McKinsey & Co., Inc., компании Pepsi World Trade при осуществлении ряда инвестиционных

проектов в России и других странах СНГ , а также в ОАО "Альфа-Банк" в Москве.

Объектом исследования диссертационной работы являются различные системы информационных данных как по российским, так и по иностранным корпоративным слияниям и поглощениям.

Предметом исследования является система финансовых факторов, влияющих на выработку стратегии проведения процессов корпоративных слияний и поглощений применительно к реалиям и перспективам российской экономики.

Научная новизна настоящей диссертации состоит в следующем:

• В отличие от существующих теорий в диссертации обосновано принципиальное положение , что финансовое структурирование процессов слияний и поглощений компаний играет ключевую роль в последующей их интеграции;

• В диссертации доказывается, что оценка и планирование финансовых аспектов слияний и поглощений являются основным фактором интеграции компаний;

• Впервые осуществлена систематизация различных форм финансирования корпоративных слияний и поглощений (наличные средства, акции , долговые обязательства, варранты, конвертабельные ценные бумаги) и источников их финансирования ( револьверные кредиты, срочные займы, промежуточное финансирование, частные размещения, трасты акций работников компаний, лизинг, обеспеченные кредиты, синдицированные кредиты) как финансовых аспектов стратегии слияний и поглощений;

• На основе имеющихся статистических данных впервые рассмотрена степень влияния макроэкономической конъюнктуры на методы и источники финансирования слияний и поглощений и обоснован вывод о наличии корреляции между макроэкономическим состоянием экономики и составом

различных форм и источников финансирования слияний и поглощений.

Аргументировано положение о наличии прямой зависимости между ростом

фондовых индексов как индикаторов общего состояния экономики и

количеством слияний и поглощений , финансирование которых

осуществлялось за счет акций.

Практическая значимость исследования состоит в определении и

систематизации финансовых факторов, влияющих на выработку стратегии

корпоративных слияний и поглощений.

Исследования и выводы данной диссертационной работы могут быть использованы российскими предприятиями или группами предприятий при решении финансовых и организационных задач, связанных с привлечением иностранных инвестиций, реализацией активов российским или иностранным покупателям или, наоборот, - приобретением активов других компаний.

Изучение финансовых аспектов корпоративных слияний и поглощений способствует разработке адекватной нормативно-правовой и налоговой базы, регламентирующей процессы слияний и поглощений российских компаний и их взаимоотношений в данной связи с иностранными партнерами.

Использование систематизированной информации и выводов, сформулированных в настоящей диссертации, могло бы способствовать процессу привлечения стратегических иностранных инвестиций в реальный сектор российской экономики с учетом нынешних экономических приоритетов. Апробация результатов исследования. Выводы, полученные автором в ходе анализа и систематизации данных по финансовым аспектам стратегии слияний и поглощений, были использованы на практике в ходе покупки группой иностранных стратегических инвесторов акций ОАО "Приморхлебопродукт" и в . ходе последующей реализации ряда инвестиционных проектов в области пищевой промышленности. Отдельные выводы и результаты, полученные в ходе проведения настоящего

исследования, были отражены в публикации "Corporate Finance training seminar " (McKinsey & Co., Inc., London Office, 1991).

Материалы, содержащиеся в данной диссертационной работе, могут использоваться при дальнейшем углубленном изучении финансовых аспектов при выработке стратегии слияний и поглощений и в качестве учебного материала в высших учебных заведениях, так и для прикладного использования российскими предприятиями при принятии ими стратегических решений по проведению слияний и поглощений. Публикации:

1. Финансовые аспекты стратегии корпоративных слияний и поглощений. М. Московский государственный университет экономики, статистики и информатики, 1999 г., 4.3 п.л.

2. Major UK public bids. McKinsey & Co corporate finance training seminar. London. McKinsey & Co. October 1991., 1 п.л.

Структура диссертации определяется целью и задачами исследования. В основу диссертационной работы, состоящей из трех глав, положен проблемно - тематический принцип.

В первой главе рассматриваются существующие методы финансирования слияний и поглощений, в том числе и в случае частных компаний, производится их сравнительный анализ, и определяются возможные пути применения в зависимости от целей и возможностей по проведению конкретных слияний и поглощений. Здесь же делается сравнительный анализ практической применяемости приводимых методов финансирования корпоративных слияний и поглощений в России.

Во второй главе рассматриваются основные источники доходов при осуществлении слияний и поглощений компаний как фактора принятия решений о проведении данных процессов, а также возможные источники

финансирования слияний и поглощений с учетом российской экономической специфики.

В третьей главе проводится анализ отдельных налоговых и финансовых аспектов, играющих существенную роль при разработке стратегии корпоративных слияний и поглощений, в том числе и в России.

В заключении обобщаются результаты исследования, систематизируются выводы диссертационной работы, определяются основные характеристики современных межкорпоративных отношений российской экономики.

## Роль и место ценных бумаг и наличных средств как форм финансирования слияний и поглощений.

Обычно число слияний и поглощений, финансируемых в форме акций компании-покупателя, возрастает при благоприятной конъюнктуре на рынках ценных бумаг и наоборот. Одной из причин резкого увеличения числа слияний и поглощений в Великобритании и США, а также в России в 1996 - первой половине 98 г. г. был стабильный рост курсов акций в связи с благоприятной обстановкой на фондовых рынках мира и данных стран в частности. Курс акций проблемных компаний, тем не менее, оставался заниженным, поэтому компании с высокими курсами акций испытывали искушение использовать свои акции для приобретения других компаний по заниженным ценам.

Так, при рассмотрении копоративных слияний и поглощений США небанковского сектора на сумму свыше 500 миллионов долларов за первые 8 месяцев 1998 года на основании данных агентства Bloomberg1 автор отмечает, что при общем количестве подобных сделок (за исключением банковского сектора) 149, при общем стоимостном объеме завершенных сделок подобного типа 343.876 млрд. долл. США, количество сделок, которые были профинансированы акциями покупающей компании, составляет 63, что составляет 42% от общего числа, а их сумма составляет 223.245 млрд. долл. США, что составляет 65% от общей суммы за данный период. Если сюда же добавить сделки, которые финансировались за счет опциона "акции/наличные" (cash or stock), комбинированным платежом "акции и наличные" (cash and stock) или "акции, наличные и долговые инструменты" (cash, stock and debt), то эти данные будут еще более впечатляющими. Таким образом, автор приходит к выводу, что значительная доля финансирования процессов слияний и поглощений публичных компаний США на сумму свыше 500 млн. долл. в этот период осуществлялось за счет собственных акций покупающих компаний.

Данный вывод мы объясняем несколькими причинами, главная из которых, на наш взгляд, состоит в том, что в этот период в США наблюдался общий подъем экономики, сопровождавшийся ростом фондового индекса "Dow Jones", который к июлю 1998 года достиг рекордной отметки в 10 000 пунктов.

Корпоративные бумаги приносили существенные доходы их держателям и они, таким образом, стали чрезвычайно ликвидным средством платежа особенно за акции покупаемой компании, поскольку в этом случае при объявлении о предстоящем слиянии или поглощении курсы акций компаний, участвующих в этих процессах, как правило, повышаются.

Далее, мы отмечаем, что средняя сумма сделок- по слияниям и поглощениям публичных компаний США на сумму свыше 500 млн. долл. за первые 8 месяцев 1998 года, финансирование которых осуществлялось акциями покупающей компании, составила 3.543 млрд. долл. США, что является значительно более высоким показателем, чем у сделок с другим типом финансирования (для сравнения, средняя сумма сделок, которые были профинансированы за счет денежных средств составила 1.1 млрд. долл. США)1. По мнению автора, данная тенденция объясняется тем, что при осуществлении крупных сделок со значительным прогнозируемым сроком окупаемости отвлечение собственных средств покупающей компании или привлечение заемных средств для осуществления поглощения в этом случае означает соответствующее уменьшение возможности использования денежных средств на развитие данных компаний, а также на их интеграцию после формализации процедуры слияния или поглощения. Простое размещение своих акций на фондовом рынке для покупающей компании с целью привлечения средств, необходимых для осуществления слияния или поглощения, ограничено практическими проблемами, связанными с определенными трудностями при осуществлении сравнительно быстрого размещения значительного количества акций в течение небольшого отрезка времени по приемлемой рыночной цене.

## Место и роль источников финансирования при определении стратегии слияний и поглощений.

К другим классическим источникам финансирования процессов слияний и поглощений относятся револьверные кредиты и срочные займы. Револьверное финансирование предусматривает соглашение с финансовым институтом (коммерческим банком, инвестиционным фондом или страховой компанией и т.п.), по которому финансирующая сторона обязуется предоставить кредитную линию на определенную сумму в течение определенного периода времени, как правило, от 1 года до 8 лет. Заемщик имеет право использовать предоставленные финансовые ресурсы, а также погасить данный кредит в любой момент в течение согласованного периода времени без начисления каких-либо штрафных санкций. Заемщик также обладает правом перезанять сумму уже погашенного кредита в случае, если сроки предоставления кредитной линии позволяют это сделать. В случае со срочным займом заемщик также может использовать определенную кредитную линию в течение согласованного промежутка времени, однако в этом случае заемщик не сможет перезанять кредит после его своевременного погашения.

Револьверное финансирование в основном может использоваться заемщиками как страховка на случай возникновения непредвиденных расходов по мере совершения сделки слияния и поглощения. Срочные займы используются для финансирования конкретных расходов по слияниям и поглощениям. В обоих случаях для получения такого финансирования необходимо наличие определенных денежных потоков или конкретных ликвидных активов, которые могут быть реализованы в согласованное время с целью обслуживания и погашения полученных кредитов. Подготовка и структурирование револьверного -финансирования и срочных займов, как правило, осуществляется одним из кредиторов, который выступает в качестве агента по сделке (lead agent), который синдицирует кредит между различными финансовыми институтами. В этом случае агенту сразу после организации финансирования уплачивается комиссия в размере 100-300 базисных пунктов от суммы финансирования, а также ежегодная комиссия за администрирование кредитной линии. Если вся сумма финансирования обеспечивается одним банком, в этом случае банку как подписчику уплачивается комиссия в размере от 50 до 500 базисных пунктов от суммы финансирования помимо ежегодных согласованных процентных платежей. Все кредиторы, включая агента по сделке, также получают комиссию по завершению организации финансирования (closing fee) которая составляет определенный процент (как правило, от 0.125% до 2%) от суммы предоставляемого финансирования. Данная комиссия уплачивается всем кредиторам пропорционально сумме их участия в сделке. Заемщик также оплачивает все юридические и накладные расходы по подготовке сделки, возникшие у кредиторов. Процентные ставки по револьверному финансированию и срочным займам обычно не фиксируются. Основой формирования процентных ставок в этом случае будет ставка прайм агента по сделке либо ставка Libor в зависимости от того, какая ставка в данный момент является наиболее низкой, а также определенный спрэд за риск. Размер спрэда зависит от кредитной категории по рискам, присвоенной данной сделке.

Процентные ставки, устанавливаемые финансовыми компаниями, как-правило, превышают аналогичные ставки, устанавливаемые банками, поскольку финансовые компании обычно принимают более высокие риски и имеют меньше кредитных ограничений, чем банки. Часть револьверной кредитной линии может остаться невостребованной. В этом случае заемщиком уплачивается так называемая гарантийная комиссия , которая начисляется как процент (обычно от 0-125% до 0.75%) на неиспользованную сумму кредита. Револьверные кредиты и срочные займы оформляются кредитным договором между кредитором и заемщиком и носят обязательный характер для обеих сторон.

Ввиду кризиса банковской системы РФ и практической невозможностью в нынешних условиях получить доступ к долгосрочным и среднесрочным кредитам у российских банков для финансирования слияний и поглощений компаний, на наш взгляд, единственной возможностью использовать данный источник финансирования еще долгое время будут являться иностранные кредитные ресурсы. В этом случае сделки по слиянию и поглощению, прежде всего, экспорто-ориентированных российских предприятий имеют наибольшие шансы на привлечение подобного финансирования в случае залога или переуступки прав требований на экспортную выручку российских предприятий.

## Место и роль отдельных налоговых и финансовые аспектов в разработке стратегии слияний и поглощений.

Несмотря на то, что движущей силой подавляющего большинства слияний и поглощений являются, прежде всего, факторы экономического характера, по нашему мнению, выработка правильного стратегического налогового планирования оптимизирует финансово-экономические показатели сделки как для продавца, так и для покупателя. Налоговое планирование применяется в основном для оптимизации структурных аспектов трансакции. Применение различных источников, методов финансирования, юридических форм и последовательности действий могут иметь различные налоговые последствия для всех сторон, участвующих в сделке.

Отправной точкой структурирования любой трансакции является определение основных целей всех сторон. Успешное налоговое планирование помогает достигнуть баланса интересов всех сторон, участвующих в сделке при выработке оптимальной налоговой структуры.

С налоговой точки зрения все сделки по слияниям и поглощениям компаний мы классифицируем следующим образом:

необлагаемое налогами приобретение акций компании;

необлагаемое налогами приобретение активов компании;

облагаемое налогами приобретение акций компании;

облагаемое налогами приобретение активов компании;

Необлагаемая налогами сделка в большинстве случаев очевидно является более выгодной для продавца, поскольку позволяет последнему получить отсрочку по выплате налогов на прирост капитала. Однако покупатель в этом случае не может соответствующим образом увеличить налоговую базу приобретенных активов для отражения большей стоимости приобретения. Наоборот, налогооблагаемая сделка является более выгодной для покупателя, который получает возможность увеличить стоимость приобретенных активов, в то время как продавцу необходимо сразу отразить сумму прироста капитала.

При определенных обстоятельствах для совмещения интересов покупателя и продавца возможно структурирование гибридных финансовых схем, при которых часть сделки будет являться налогооблагаемой, а другая часть - нет.

В налоговом законодательстве западных стран достаточно четко определены условия, необходимые для того, чтобы рассматривать ту или иную сделку как не подлежащую налогообложению. Так, в секции 368 налогового кодекса США определено понятие корпоративной реорганизации, не подлежащей налогообложению. В сделках подпадающих под данное определение сторона, передающая пакет акций во владение другой стороне может не фиксировать прирост капитала, полученный в результате данной трансакции в случае получения пакета акций в компании-покупателе. В этом случае считается, что получение нового пакета акций является продолжением предыдущих инвестиций и соответственно любой доход или убыток, полученный в результате обмена акций должен фиксироваться только на момент реализации данных инвестиций. Таким образом, налоговые последствия для покупателя и продавца мы считаем возможным классифицировать следующим образом: