Пирогов Артем Николаевич. Финансовая стратегия слияний и поглощений российских компаний реального сектора : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2001 186 c. РГБ ОД, 61:02-8/1618-4

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Теоретические основы сделок слияний и поглощений компаний 7

1.1. Определение и классификация сделок слияний и поглощений 8

1.2. Сравнительный анализ теорий мотивации слияний и поглощений 22

1.3. Особенности слияний и поглощений российских компаний 35

Глава 2 Анализ важнейших составляющих финансовой стратегии слияний и поглощений 54

2.1. Основные формы финансирования слияний и поглощений в практике западных стран и России 54

2.2. Методы оценки слияний и поглощений 73

2.3. Оценка эффективности слияний и поглощений при помощи моделирования денежных потоков на примере российских компаний 92

Глава 3. Определяющие факторы формирования стратегии слияний и поглощений в Российской Федерации 111

3.1. Особенности корпоративного управления в России и их влияние на стратегии слияний и поглощений российских компаний 112

3.2. Формирование принципов корпоративного управления в Российской Федерации 126

Заключение 144

Библиография 148

Приложения 157

**Введение к работе**

Процессы слияний и поглощения представляют собой важнейшую черту мировых экономических и финансовых процессов, неотъемлемый признак глобализации мировой экономики и важнейший метод формирования приращения капитала на основе конкурентных преимуществ. В течение последних 3-5 лет в несколько раз увеличился объем сделок слияний/поглощений не только в зарубежных странах, но и в России, что позволило им занять место полноценного элемента финансовой стратегии компаний, ориентированных на долгосрочный рост. Вслед за периодом стихийного перераспределения собственности в российских компаниях наступило переосмысление стратегий корпоративного роста, в связи с чем возникла необходимость использования научных методов в разработке слияний и поглощений.

На наш взгляд, в России начал формироваться цивилизованный рынок корпоративного контроля, что вызывает большой интерес к изучению его характерных особенностей. Кроме того, в значительной мере востребованной является проблема выработки рекомендаций для формирования корпоративной стратегии слияний и поглощений российских компаний с учетом критериев финансовой целесообразности их проведения,

Актуальность выбранной темы обуславливается тем, что в российской экономической науке ранее не проводилось глубокого научного исследования финансовых стратегий слияний и поглощений российских компаний, выявления их характерных особенностей и оценки их эффективности. В тоже время, появляется все больше литературы на русском и английском языках, посвященных обобщению западного опыта по данным вопросам, требующей систематизации и выделения положений, применимых для анализа российской практики слияний и поглощений. Все вышесказанное определило выбор темы диссертации и круг исследуемых в ней вопросов.

Целью настоящей работы является анализ финансовых стратегий слияний и поглощений российских компаний реального сектора и разработка на этой основе рекомендаций по повышению эффективности стратегии слияний и поглощений с точки зрения увеличения акционерной стоимости компаний. Для достюкения этой цели в диссертационной работе были поставлены следующие задачи:

На основе сравнения процессов слияний и поглощений в российской и западной экономической практике обосновать различные критерии классификаций сделок по переходу корпоративного контроля, а именно изменение статуса поглощаемой компании, степень участия ее менеджмента, направление интеграции участвующих компаний.

В результате осуществления сравнительного анализа теорий слияний и поглощений рассмотреть возможность использования зарубежных теорий применительно к российским стратегиям слияний и поглощений и сделать выводы об основных типах мотивации российских слияний/поглощений.

Сформулировать характерные для России особенности стратегий слияний и поглощений и оценить их влияние на оценку эффективности слияний и поглощений.

Разработать практические рекомендации для оценки, как групп взаимосвязанных компаний, так и отдельных компаний, с целью учета сложностей возникающих при применении зарубежных методик оценки слияний к деятельности российских компаний.

На основе исследования направлений денежных потоков российских компаний разработать финансово-экономическую модель оценки стоимости компаний в целях перспективного слияния/поглощения.

Наметить перспективы решения проблем корпоративного управления, как ключевого фактора, определяющего развитие стратегий слияний и поглощений российских компаний на уровне государства и на уровне отдельных компаний.

В качестве объекта исследования выступают российские и зарубежные компании, участвующие в процессах слияний и поглощений. Предметом исследования является финансовые стратегии слияний и поглощений в условиях российской экономики.

Теоретической и методологической основой исследования послужили труды современных российских и зарубежных ученых-экономистов и практиков в области финансов и кредита, корпоративных финансов, стратегического управления, в том числе, И.В. Беликова, А.Г. Грязновой, А.Г. Мовсесяна, ЯШ. Паппэ, И. А. Розинского, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенковой, И.А. Хабаровой, А. В. Шаронова, Р. Де Янга, М. Дженсена, Т. Коуштанда, С. Майерса, С. Пилоффа, С. Роадса, Р, Ролла, Е. Фама, А.

Шляйфера, В качестве исходной информации в диссертации использованы статистические данные Государственного комитета Российской Федерации по статистике, Федеральной комиссии по ценным бумагам, зарубежных экономических изданий, "Journal of Financial Economics", "Journal of Applied Corporate Finance", "Journal of Banking and Finance", "The Economist", "Financial Times", исследования, World bank, The National Bureau of Economic Research, International Monetary Fund. В процессе работы над диссертацией автором также использовались информация годовых и ежеквартальных отчетов российских компаний, аналитические материалы, публикуемые научно-исследовательскими институтами (ИНИОН, «Институт фондового рынка и управления», «Институт корпоративных директоров», «Институт корпоративного права и корпоративного управления»), периодические аналитические обзоры, подготавливаемые профессиональными участниками фондового рынка, российские периодические издания «Рынок ценных бумаг», «Эксперт», «Ведомости», «Финансист» и иные справочные материалы.

Научная новизна работы заключается в следующем:

Уточнены определения слияний и поглощений и предложен ряд их возможных классификаций в зависимости от изменения статуса приобретаемой компании, от степени участия менеджмента поглощаемых компаний и в зависимости от направления интеграции производства.

На основе систематизации имеющейся теоретической базы процессов слияний и поглощений разработана собственная классификация теорий мотивации слияний и поглощений в зависимости от критерия успеха или неудачи рассматриваемых этими теориями слияний/поглощений с учетом специфики российских условий.

Сформулированы организационные особенности и финансовые характеристики стратегий слияний и поглощений применительно к российским компаниям. К организационным характеристикам были отнесены значительная доля слияний/поглощений, осуществленных неформальным путем (около 45%), существенная роль государственного участия (в 30% сделок) и рост числа сделок с участием иностранных компаний (24%). В качестве финансовых характеристик были выделены относительная недооцененность российских компаний-целей и недостаточное внимание к показателям их прибыльности.

Обоснованы место и роль важных составляющих финансовой стратегии слияний/поглощений, которыми являются, в частности, выбор формы финансирования и оценка слияний/поглощений. Формы финансирования приобретения долей в уставных капиталах компаний-целей являются разновидностями единственно возможного рыночного механизма осуществления слияния/поглощения, в связи с чем они были выделены в качестве первого элемента финансовой стратегии слияний/поглощений. Роль оценки слияний/поглощений заключается в обеспечении эффективности принятия решения о слиянии/поглощении и осуществлении анализа реализованных слияний/поглощений.

Выделены специфические факторы, определяющие формирование стратегий слияний/поглощений в условиях российской экономики, которыми являются 1) особенности российской правовой системы, 2) неразвитость фондового рынка, 3) специфичность российского института собственника и 4) непрозрачность хозяйственно-финансовой отчетности российских компаний.

Разработана и предложена авторская методика оценки российских компаний в процессе слияний/поглощений при помощи финансового моделирования денежных потоков, которая учитывает ряд сложностей, связанных с применением аналогичных зарубежных методик.

Практическая значимость работы выразилась в том, что выводы, сформулированные в диссертации, и разработанные в ней рекомендации были применены в деятельности ЗАО «Промышленно финансовая компания «Волга» и ОАО «Нефтяная компания «ЮКОС» при приготовлении консультаций и разработке стратегий слияний и поглощений. Результаты работы были апробированы при подготовке бизнес-планов проектов слияний и поглощений компаний, написании аналитических отчетов об оценке стоимости компании в целях проведения поглощения, разработке моделирования бизнес процессов, составлении экономической части отчета о комплексной проверке поглощаемых предприятий в рамках проведения процедуры должной проверки.

Отдельные положения диссертационной работы при непосредственном участии автора обсуждались на заседаниях рабочей группы и парламентских слушаниях по развитию корпоративного управления в России, проводимых в

Государственной Думе Российской Федерации, Некоторые положения данной работы были использованы при разработке проекта «Кодекса корпоративного поведения».

Разработанные автором методические рекомендации могут использопаться в учебном процессе в российских вузах, например, в рамках курсов «Корпоративные финансы», «Финансы фирмы», а также могут найти применение при реализации российскими компаниями финансовых стратегий слияний и поглощений с целью повышения их эффективности в условиях адаптации зарубежного опыта к российской практике.

Работа обсуждалась на заседаниях кафедры «Финансов и кредита» экономического факультета Московского государственного университета им. MB. Ломоносова. Отдельные положения работы докладывались на:

Международной научной конференции «Финансовая экономика: концепции, структуры, менеджмент», проведенной в Московском государственном университете 4-6 апреля 2000 г.

Конференции "Ломоносов 2000: молодежь и наука на рубеже XXI века" состоявшейся 12-15 апреля 2000 г.

Международной конференции студентов и аспирантов по фундаментальным наукам 'Ломоносов 2001" состоявшейся 9-14 апреля 2001 г.

Научной конференции «Формирование экономической системы России в координатах мирового развития» (в рамках Ленинских чтений), состоявшейся 25-26 апреля 2000 г. на экономическом факультете МГУ.

## Определение и классификация сделок слияний и поглощений

В экономической литературе существуют различные подходы к определению и классификации сделок слияния и поглощения. В узком понимании под слиянием понимается передача всех прав и обязанностей двух или более компаний новому юридическому лицу в процессе реорганизации. Соответственно, поглощением считается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому юридическому лицу. В широком понимании слияние и поглощение связано с переходом финансового, акционерного и производственного контроля над деятельностью компаний, который может носить как формальный, так и неформальный характер.

Узкое понимание слияний и поглощений происходит из юридического определения понятия реорганизации юридического лица, формами которого являются слияния и присоединения. Юридическое определение слияний содержится в статьях 15-19, статье 48 Закона "Об акционерных обществах", в статье 57 и 104 Гражданского кодекса Российской Федерации, Основные положения данных законодательных актов приведены в Приложении №1. Реорганизация компаний, как определено Гражданским Кодексом РФ и Законом "Об акционерных обществах", означает изменение юридического статуса одного или нескольких субъектов, задействованных в реорганизации. Какое-либо юридическое лицо может изменить свой юридический статус только одним из определенных законодательством способов. Формы реорганизации компаний можно разделить на две группы. Без привлечения уже существующих организаций - реорганизация путем разделения, выделения или преобразования, При участии уже существующих юридических лиц - реорганизация путем слияния или присоединения компаний. Только вторая группа форм реорганизации компаний привлекает научный интерес в рамках настоящей работы, поскольку именно при таких преобразованиях происходит расширение и рост компаний, что позволяет рассматривать данные преобразования в качестве элементов стратегии развития компаний.

Таким образом, в юридическом смысле, слияние и поглощение компаний - это частный случай реорганизации, характерным признаком которой является изменение Юридического статуса одного из задействованных субъектов и прекращение его существования. Однако, как свидетельствует российская и международная экономическая практика, слияние и поглощение компаний необязательно означает изменение юридического статуса и прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц, что делает неприемлемым использование понятия реорганизация при экономическом анализе слияний и поглощений компаний Например, объединение компаний в экономическом смысле, то есть установление единого контроля над экономическими процессами в задействованных компаниях, может происходить при помощи приобретения контрольных пакетов акций этих компаний со стороны третьей компании и рядом других способов.

В российской экономической литературе для описания слияний и поглощений некоторое использование получило понятие реструктуризации компаний. По одному из существующих определений реструктуризация компаний - "это структурная перестройка в целях эффективного распределения и использования всех ресурсов предприятия, заключающаяся в создании комплекса бизнес-единиц на основе разделения, соединения, ликвидации действующих и организации новых структурных подразделений, присоединения к предприятию других предприятий и приобретения определяющей доли в уставном капитале или акции сторонних организаций" . Данное определение обобщает виды возможных организационных изменений компаний, учитывает их экономическую сущность, поскольку при преобразовании бизнес-единиц не делается привязки к их юридическому статусу, и рассматривает процессы слияния и поглощения компаний в качестве одной из форм реструктуризации.

Однако при использовании данного понятия возникает ряд сложностей, связанных с существующей значительной смысловой загруженностью термина "реструктуризация". Данный термин уже активно используется в трех смысловых значениях. Во-первых, термин реструктуризация используется в финансово-банковской практике применительно к изменениям в условиях погашения задолженности . Во-вторых, реструктуризация означает проведение структурных преобразований в той или иной отрасли, подвергшейся влиянию кризиса3, Отличие данного значения термина "реструктуризация" от данного выше определения состоит в том, что объектом преобразований является целая отрасль, а не конкретное предприятие, а также антикризисный характер предпринимаемых мер4.

## Основные формы финансирования слияний и поглощений в практике западных стран и России

Осуществление слияний и поглощений можно рассматривать в тактическом и стратегическом аспектах. В тактическом аспекте финансирование слияний/поглощений является одним из четырех основных вариантов использования прибыли. В стратегическом аспекте осуществление слияний/поглощений является одним из видов финансовой стратегии, в связи с чем нами используется термин финансовая стратегия слияний и поглощений. Роль слияний и поглощений в финансовой стратегии схематично представлена на рис. 2.1.

После разделения получаемой компаниями чистой прибыли на выплаты дивидендов и на нераспределенную прибыль, в текущей деятельности компаний возникает вопрос о направлениях использования нераспределенной прибыли. При этом компании должны выбирать различные варианты вложений нераспределенной прибыли с целью максимизации полученного на эти вложения дохода. Нераспределенная прибыль может быть использована на аккумулирование денежных средств на счетах в кредитных учреждениях, вложения в ценные бумаги, капитальные вложения в собственные проекты компании и осуществление ел ия ний/погло щений.

Различные варианты финансовых вложений имеют свои преимущества и недостатки. Первые два варианта (аккумулирование денежных средств и вложения в ценные бумаги) используются компаниями для поддержания необходимого уровня оборотного капитала. Такие финансовые вложения обеспечивают, как правило, невысокую доходность, но имеют достаточно высокий уровень ликвидности. Наличность и вложения в ценные бумаги должны поддерживаться компаниями на необходимом уровне для обеспечения стабильности их деятельности, в то же время такие средства, не являются стратегическими инвестициями. На рисунке 2.1. на темном фоне располагаются те виде финансовых вложений, которые можно отнести к стратегическим видам финансовых вложений.

Осуществление финансовых вложений в собственное производство (капитальные вложения) и в покупку новых производства (слияний/поглощений) являются элементами финансовой стратегии компании. Финансирование слияний/поглощений, которое, чаще всего, осуществляется путем приобретения пакетов акций, классифицируется как долгосрочные финансовые вложения в финансовой отчетности компании-покупателя до тех пор пока не произойдет юридическая реорганизация участников слияния/поглощения. Для российского бизнеса основное различие финансовой стратегии слияний/поглощений от стратегии расширения существующего бизнеса путем увеличения капитальных вложений заключается в следующем.

В условиях спада промышленного производства неизбежно образование избыточных производственных мощностей, что делает капитальные вложения в новое производство мало целесообразными. Осуществляемые капитальные вложения скорее будут направляться на модернизацию существующих мощностей, чем на строительство новых объектов. Отсюда следует важный вывод о том, что «средняя» российская компания, желающая в процессе развития своего бизнеса получить контроль над какими-либо новыми производственными активами, будет осуществлять это скорее посредством поглощения существующих компаний, обладающих такими активами, чем созданием новых активов при помощи капиталовложений. Помимо значительного предложения существующих активов в пользу слияния/поглощения также свидетельствует более короткий срок осуществления слияния/поглощения по сравнению со сроком создания новых производственных активов, что играет немаловажную роль на современном этапе. Таким образом, можно провести общее деление между слияния/поглощениями и капитальными вложениями по принципу приобретения принципиально новых активов / улучшения существующих активов.

После рассмотрения места и роли слияний/поглощений в финансовой стратегии компаний рассмотрим основные элементы финансовой стратегии слияний/поглощений. Осуществление слияния/поглощения не является исключительно финансовым решением, но и элементом стратегического развития производства компаний. В процессе осуществления слияний/поглощений необходимо выделять элементы как финансовой, так и производственной стратегии. Для этого целесообразно рассмотреть процесс осуществления слияний/поглощений в хронологическом порядке. На первом этапе компании-покупатели производят мониторинг компаний, перспективных для проведения слияния/поглощения и оценивают вероятные синергетические эффекты от проведения слияния/поглощения (strategic fit). На первом этапе преобладают производственные аспекты деятельности компании цели. После выбора одной или нескольких компаний, являющихся привлекательными для слияния/поглощения, наступает второй этап, который заключается в их тщательной проверке (процедуре Due Diligence), результатом которой является решение об осуществлении (или отказе об осуществления) слияния/поглощения.

## Особенности корпоративного управления в России и их влияние на стратегии слияний и поглощений российских компаний

При анализе слияний и поглощений российских компаний корпоративное управление играет ключевую роль по двум основным причинам. Во-первых, в недалеком прошлом нарушение общепринятых норм корпоративного управления стало одним из инструментов враждебного поглощения ряда российских компаний. Некоторые из возможных нарушений уже упоминались нами, и, как правило, относятся к пробелам существующего законодательства в области осуществления процедур банкротства и порядка принятия решений управляющих органов компаний. Во-вторых, проблема несовершенного корпоративного управления приняла большое значение в развитии целого ряда экономических процессов, начиная с проблемы роста инвестиций, заканчивая проблемой увеличения капитализации фондового рынка, которые где-то косвенно, а где-то напрямую влияют на осуществление финансовой стратегии слияний и поглощений. Решение проблемы корпоративного управления приведет к коренному изменению процедуры слияний И поглощений, которое выразится в переходе от непрозрачного, полулегального захвата собственности над компаниями к цивилизованному процессу осуществления слияний и поглощений с использованием рыночных механизмов. В связи с ее высокой актуальностью необходимо рассмотреть проблему корпоративного управления и возможные пути ее решения в России.

Проблема корпоративного управления активно обсуждается международным экономическим научным сообществом в различных аспектах. Встречаются различные определения и различное понимание проблемы корпоративного управления. Например, в России нередко встречается узкое понимание данной проблемы как проблемы защиты прав только миноритарных акционеров (другими словами, защиты прав акционеров, не обладающих контрольным или блокирующим пакетом акций). Некоторое негативное влияние оказал принятый в русском языке не совсем точный перевод изначального английского термина "corporate governance". Под корпоративным управлением может ошибочно пониматься руководство деятельностью компании, в то время как в действительности здесь понимается по меткому выражению бывшего главы Центрального Банка РФ Дубинина С.К. «этика корпоративного руководства»1. Однако, в дальнейшем автор будет использовать уже устоявшийся термин «корпоративное управление».

Большинство западных источников сходится во мнении, что корпоративное управление в основном концентрируется на вопросах обеспечения возвратности инвестиций. По определению компании «Стандарт энд Пурз» корпоративное управление - это «выбранный той или иной компанией способ самоуправления, обеспечивающий справедливое и равноправное распределение результатов деятельности между всеми акционерами, а так же кредиторами»2. Понятие корпоративного управления охватывает, в первую очередь, комплекс правил и стимулирующих мер, с помощью которых акционеры осуществляют контроль над руководством компании и влияют на менеджмент для повышения прибыли и стоимости компании. В общем виде корпоративное управление можно определить как систему отношений, складывающуюся между собственниками предприятия, их представителями (членами совета директоров) и менеджерами (генеральным директоров и правлением).

Проблема корпоративного управления приобрела большое значение и получила широкое освещение в литературе в последнее десятилетие, прежде всего в западных странах, для которых на первый взгляд данная проблема стоит менее остро, чем для России. Научная мысль по данной проблематике развивается в двух направлениях: 1) сравнительный анализ и оценка англосаксонской и континентальной (или азиатской) систем корпоративного управления, и 2) разработка рекомендаций по совершенствованию существующих систем. Как в первом, так и во втором направлении существуют апологеты противоположных точек зрения. Например, авторы Роу3 и Чаркхэм4 признают преимущество континентальной и азиатской систем корпоративного управления, к которым более тяготеет и российская система, а А. Слейфер и Р. Вишни считают англосаксонскую систему более совершенной. На наш взгляд вторая точка зрения имеет больше прав на существование, поскольку именно англосаксонская правовая система предоставляет больше прав мелким инвесторам, чьи интересы зачастую грубо нарушаются, например, в России. Далее, некоторыми авторами5 признается почти идеальное устройство корпоративного управления в англосаксонских странах, в то время как другие видят в нем наличие фундаментальных проблем6