Джафаров Джафар Айгубович. Инструменты фондового рынка в операциях поглощения акционерных обществ : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 182 c. РГБ ОД, 61:03-8/580-0

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Место и роль поглощений в управлении акционерным капиталом 10-51

1. Современные тенденции развития акционерного капитала 10-22

2. Экономическое содержание и классификация поглощений на рынке ценных бумаг 23-40

3. Поглощения как инструмент регулирования конфликтов в управлении акционерным капиталом 41-51

Глава 2. Инструменты фондового рынка в зарубежной практике поглощений и возможности их применения в российских условиях 52-108

1. Анализ методов поглощений с использованием инструментов фондового рынка 52-77

2. Система защиты от враждебных поглощений в структуре управления акционерным капиталом 78-108

Глава 3. Методический аппарат проведения операций поглощения акционерных обществ в российских условиях 109-167

1. Специфика применения инструментов фондового рынка в операциях поглощения и анализ факторов, ее обусловливающих 109-136

2. Методические рекомендации по применению инструментов фондового рынка в операциях поглощения и прогноз их развития в России 137-167

Заключение 168-171

Список литературы 172-177

Приложения 178-182

**Введение к работе**

Успешное функционирование фирмы в современном бизнесе, в первую очередь, обусловлено ее способностью правильно оценивать стремительно меняющееся внешнее окружение, выявлять факторы как внутреннего, так и внешнего воздействия, влияющие на условия развития бизнеса, а также своевременно и эффективно адаптироваться к изменяющимся условиям. На определенном этапе развития любой хозяйствующий субъект сталкивается с необходимостью реорганизации бизнеса в ответ на изменения внешней среды фукционирования. Такая реорганизация может принимать различные формы, начиная от реорганизации внутренних процессов (реинжиниринга) и заканчивая реорганизацией самой фирмы как обособленного хозяйствующего субъекта, включающей как отделение и продажу отдельных активов, так и внешнюю экспансию за счет приобретения других хозяйствующих субъектов.

Именно внешняя экспансия становится в настоящий момент основным путем развития корпораций в их попытке эффективно адаптироваться к стремительно меняющимся условиям внешней бизнес-среды. Общемировой объем сделок по слияниям и поглощениям увеличился к 1998 году по сравнению с 1990 более чем в 5 раз и достиг немногим менее 2,5 трлн.долл. Предпочтение поглощений внутреннему пути развития обуславливается целым рядом мотивов, как-то: достижение операционной и финансовой синергии, оптимизация налогообложения и т.п. (подробнее основные мотивы поглощений будут проанализированы ниже). Эмпирические исследования показывают, что далеко не всегда выбор внешней экспансии обусловлен рациональными экономическими мотивами. Более того, даже в случае если потенциальное слияние действительно несет экономические выгоды, практика показывает, что менеджеры зачастую не обладают необходимыми управленческими навыками для успешного завершения столь сложной экономической операции. Тем не менее, абстрагируясь от экономической целесообразности и эффективности тех или иных слияний и поглощений, необходимо констатировать главный для данного исследования факт: слияния и

поглощения представляют собой одну из наиболее важных составляющих внешней бизнес-среды, оказывающую значительное влияние на стратегические аспекты развития фирмы.

Слияния и поглощения могут рассматриваться не только в контексте стратегического планирования деятельности фирмы, как альтернатива внутреннему пути развития бизнеса. Не менее важен, и это особенно актуально для России, анализ слияний и поглощений с точки зрения повышения качества управления отдельными хозяйствующими субъектами, а через них и всей экономики в целом.

Операции поглощения подразумевают переход контроля над поглощенным предприятием от одной группы к другой. В отдельных случаях, а именно при т.н. «враждебных» поглощениях, смена контроля влечет и смену команды управляющих поглощенного предприятия. Именно наличие механизма враждебных поглощений позволяет в известной степени сгладить проблему разделения собственности и контроля в акционерном обществе и возникающих из нее агентских конфликтов между управляющими и акционерами.

Враждебные поглощения, по своей сути, являются практическим воплощением такого явления, как конкуренция за управление активами. Такая конкуренция предполагает, что все управляющие в акционерных обществах, наделенные необходимыми полномочиями, управляют принадлежащим акционерам имуществом в целях увеличения их благосостояния. В случае неэффективности управления рыночная стоимость активов снижается, что выражается, в первую очередь, в снижении рыночной стоимости акций фирмы. Подобные ситуации и становятся стимулом для рассмотрения вопроса о возможности враждебного поглощения. При этом предполагается, что смена управляющей команды приведет к повышению качества управления активами акционерного общества, т.е. произойдет перемещение активов в более эффективное использование. Нет нужды говорить о том, что чем лучше отработан механизм такого перемещения, тем выше уровень эффективности национальной экономики.

С конкуренцией за управление активами тесно связано и такое понятие, как рынок корпоративного контроля, т.е. рьшок, на котором осуществляются сделки по

перемещению контроля над акционерными обществами от одних групп к другим. Рынок корпоративного контроля носит по своей сути абстрактный характер и является своеобразной частью фондового рынка. Именно с помощью механизма фондового рынка в развитых странах реализуется конкуренция за управление активами и перемещение активов в более эффективное использование путем проведения поглощений.

Проблема неэффективности управления и пути ее устранения, связанные с перемещением контроля к более эффективным собственникам, особенно актуальны для российских предприятий. Первичный передел собственности, начало которому положила массовая приватизация, не привел, как планировалось, к появлению сколько-нибудь значительной группы собственников, способных адаптировать российские предприятия к эффективному функционированию в условиях рыночной экономики, осуществить модернизацию производства и повысить конкурентоспособность управляемого бизнеса. Все большее распространение получает точка зрения, согласно которой сложившаяся структура частной собственности и качество корпоративного управления на российских предприятиях являются одной из главных причин кризисного состояния российской экономики. Одновременно с этим постепенное формирование российского рынка ценных бумаг обусловливает наличие одного из возможных путей решения этой проблемы, перераспределение контроля над бизнесом к эффективным собственникам и замена некомпетентного менеджмента в рамках операций поглощения.

Процесс вторичного перераспределения собственности в России не только, фактически, уже начался, но и сопровождается более чем агрессивными конфликтами в борьбе за управление акционерным капиталом. Анализ деловой периодики показывает, что в подавляющем большинстве случаев методы, используемые в борьбе за контроль в акционерных обществах в российской практике, носят малоцивилизованный характер и весьма далеки от методов, сформировавшихся в практике корпоративной борьбы в развитых зарубежных странах. Это обусловливается не только слабо развитой законодательной базой, но и отсутствием научных разработок, связанных с проблемами адаптации зарубежного опыта проведения операций поглощения к рос сийским условиям, исследованием возможностей и ограничений в применении зарубежных инструментов поглощений в условиях российского фондового рынка.

С учетом этого, актуальность настоящей работы определяется необходимостью анализа основных инструментов фондового рынка, широко применяющихся в зарубежной практике поглощений, на предмет возможности и целесообразности их использования в российских условиях. Кроме того, уже накопленньш российский опыт борьбы за корпоративный контроль позволяет говорить о его существенных отличиях от зарубежной практики и уникальности применяемых инструментов поглощений. В связи с этим актуальность исследования определяется также необходимостью детального анализа причин, обусловливающих российскую специфику поглощений, и разработки методов проведения поглощений через рынок ценных бумаг, позволяющих в полной мере использовать зарубежный опыт и одновременно учесть российские особенности управления акционерным капиталом.

Таким образом, объектом исследования будут являться операции поглощения акционерных обществ, рынок корпоративного контроля как сегмент российского фондового рынка.

Предмет исследования - инструменты фондового рынка, используемые для операций поглощения акционерных обществ в зарубежной и российской практике.

Целью диссертационной работы является исследование возможностей и ограничений в использовании инструментов поглощений, возникающих на рынках ценных бумаг и применяющихся в зарубежной практике, анализ российской специфики поглощений и разработка на основе проведенного анализа методов применения инструментов фондового рынка в операциях поглощений акционерных обществ в российских условиях. Исходя из данной цели, в диссертации поставлены следующие задачи: определить место и роль поглощений в развитии акционерного капитала; S исследовать инструменты поглощений, формируемые на рынках ценных бумаг, и основные стратегии защиты от поглощений, применяемые в зарубежной практике, на предмет возможности и целесообразности их использования в российских условиях; исследовать российскую практику организации поглощений акционерных обществ, выявить специфику использования инструментов поглощений в управлении акционерным капиталом российских предприятий; S разработать методы организации и проведения операций поглощений в российских условиях на основе инструментов фондового рьшка, с учетом накопленного зарубежного опыта и имеющейся российской практики; •S выявить тенденции в развитии рьшка корпоративного контроля как сегмента российского рьшка ценных бумаг, инструментов фондового рьшка, используемых в операциях поглощения в российских условиях. Научная новизна работы заключается в разработке методического аппарата проведения операций поглощения в российских условиях, базирующегося на инструментах фондового рьшка с учетом зарубежного опыта и специфики российского рынка корпоративного контроля. Элементы новизны содержат следующие положения:

1) уточнено понятие поглощения акционерного общества, произведена экономическая классификация поглощений, осуществляемых с использованием инструментов фондового рьшка;

2) исследованы место и роль поглощений в регулировании конфликтов в управлении акционерным капиталом;

3) произведен сравнительный анализ эффективности отдельных инструментов поглощений;

4) установлены возможности и ограничения использования в российских условиях инструментов фондового рьшка, применяющихся для операций поглощения в зарубежной практике приобретающими компаниями;

5) определена возможность и целесообразность применения в условиях российского фондового рьшка стратегий защиты, используемых в борьбе за корпоративный контроль приобретаемыми компаниями;

6) выявлена специфика российского рьшка корпоративного контроля, как сегмента рынка ценных бумаг, методов и приемов, используемых в организации поглощений в России;

7) определены факторы, обусловливающие существенные различия в применяемых инструментах поглощений в российских условиях в отличие от зарубежной практики;

8) разработаны с учетом российской специфики методы организации и проведения поглощений с использованием инструментов фондового рынка;

9) сделан прогноз развития рынка корпоративного контроля в России, инструментов фондового рынка, используемых в организации поглощений акционерных обществ.

При написании работы автор изучил труды отечественных специалистов, занимавшихся исследованиями в области корпоративного контроля и управления, в частности, научные работы Н.Б.Рудык, Е.В. Семенковой, Ю.В.Иванова, А.Б.Фельдмана и других. Поскольку в настоящий момент количество работ отечественных исследователей, посвященных этой тематике, еще весьма ограниченно, основное внимание автора было сконцентрировано на трудах зарубежных специалистов и, в частности, таких авторов как П.Асквит (P.Asquith), М.Брэдли (M.Bradley), Р.Ролл (R.Roll), Ф.Истербрук (F.Easterbrook), М.Липтон (M.Lipton), П.Гофэн (P.Gauphan) и ряда других.

Работа состоит из введения, трех глав и заключения.

В первой главе будут раскрыты наиболее общие моменты, необходимые для дальнейшего углубленного изучения проблемы. Будут проанализированы место и роль поглощений в деятельности акционерного общества, дана соответствующая классификация подобных сделок, раскрыты стоящие за ними мотивы. Цели исследования диктуют и отдельное рассмотрение поглощений в контексте теории агентских конфликтов, чему будет посвящен отдельный параграф.

В второй главе будет раскрыт зарубежный опыт проведения враждебных поглощений. Получат отражение все основные методы борьбы за корпоративный контроль и средства защиты от враждебного поглощения, каждый из них будет проанализирован на предмет возможности и целесообразности применения в российских условиях.

Наконец, третья глава будет посвящена российской практике борьбы за контроль в акционерных обществах и причинам, обуславливающим ее специфику. На основе анализа зарубежной и российской практики организации поглощений будет выработана методика организации и проведения поглощений в российских условиях. Отдельно будут приведены перспективная оценка рынка корпоративного контроля в России, тенденций его дальнейшего развития, методов и приемов, используемых во враждебных поглощениях.

Принимая во внимание многогранность исследуемой проблемы и наличие более чем обширного зарубежного опыта, представляется целесообразным сразу наложить определенные ограничения в исследовании. Зарубежный опыт будет представлен, в первую очередь, практикой враждебных поглощений в США, поскольку изначально само понятие борьбы за корпоративный контроль, большинство методов и приемов враждебных поглощений пришли к нам именно из США. Необходимо отметить, что до недавнего времени враждебные поглощения являлись исключительными сделками в континентальной Европе, не говоря уже о Японии, где структура акционерного капитала, да и весь японский стиль ведения бизнеса исключают какие-либо открытые столкновения в борьбе за контроль над корпорациями. Тем не менее, ситуация начинает меняться и враждебные поглощения уже не являются чем-то исключительным в развитых странах Западной Европы. Постепенная глобализация мировой экономики и постоянно возрастающая конкуренция позволяют предположить, что тенденция распространения изначально чисто американского способа ведения бизнеса будет набирать силу и в Европе (Японию это в ближайшей перспективе, очевидно, не коснется в силу существенных различий в менталитете и о ржгате акже не получат рассмотрения вопросы финансового анализа поглощений, поскольку это не только тема отдельного исследования, но и вопрос в большей степени связанный с финансовым менеджментом, чем с рынком ценных бумаг.

## Современные тенденции развития акционерного капитала

Рост бизнеса, являющийся одной из главных целей владельцев большинства коммерческих предприятий, может быть достигнут двумя путями: за счет «внутреннего» роста, когда компания наращивает мощности по производству либо нового продукта (услуги), либо для увеличения выпуска своих уже продающихся товаров или оказываемых услуг; S за счет «внешнего» роста, основными формами которого являются слияния и

поглощения. К числу основных факторов, обуславливающих стремление компаний к выбору второго пути развития, можно отнести следующие:

1. приобретение уже действующей фирмы может ускорить достижение целей, поставленных руководством предприятия в рамках долгосрочного стратегического планирования (например, выход на новые рынки может быть существенно облегчен приобретением уже действующего на этом рынке предприятия);

2. затраты, связанные с расширением организации за счет внутреннего роста, т.е. наращивания собственных мощностей, могут существенно превышать затраты на приобретение уже действующей фирмы;

3. компания может использовать ценные бумаги для приобретения других фирм, тогда как финансирование ценными бумагами покупки необходимых для расширения активов может быть затруднено;

4. приобретаемые фирмы могут быть не в состоянии так же эффективно использовать свои активы, как приобретающая компания; 5. зачастую при поглощении компаний для поглощающей фирмы могут возникать существенные налоговые преимущества (например, если у приобретаемой организации имеются значительные непокрытые убытки, поглощение позволит приобретающей фирме снизить налогооблагаемую базу);

6. путем поглощения можно эффективно дополнять возможности обеих компаний (например, одна фирма может иметь эффективную маркетинговую службу, но слабый производственный отдел, в то время как у другой может быть отлично налажен производственный процесс, но есть трудности с продвижением производимой продукции на рынке).

Учитывая все вышеперечисленные факторы, влияющие на принятие решений о выборе пути развития фирмы, а также принимая во внимание, что это далеко не полный их перечень, логично предположить, что в рамках разработки долгосрочной стратегии развития руководство компании должно учитывать возможность приобретения действующих фирм, как альтернативы расширения собственных мощностей.

В реальности, в сегодняшнем деловом мире, практически все крупные корпорации уделяют немало внимания разработке плана расширения бизнеса за счет поглощений, как части общего долгосрочного плана развития. Более того, в настоящий момент, во всей мировой экономике основной тенденцией стало развитие бизнеса именно путем концентрации капитала.

Для того чтобы полнее понять экономическую природу поглощений и определить макроэкономические факторы, влияющие на доминирование слияний и поглощений, как формы расширения бизнеса, представляется целесообразным проследить историю этого экономического явления.

Родиной слияний и поглощений как одной из форм расширения бизнеса можно по праву считать Соединённые Штаты Америки. Именно там сделки по приобретению компаний получили наибольшее распространение, был отработан механизм финансовой оценки слияний, тактика борьбы за контроль над компанией, законодательное регулирование. Крупные американские инвестиционные банки создали отдельные подразделения, занимающиеся исключительно обслуживанием слияний и приобрете 12 ний и входящие в департамент корпоративных финансов. Этот вид услуг быстро превратился в одну из самых прибыльных сфер деятельности финансовых посредников, впоследствии получившей название бизнеса по слияниям и приобретениям (т. н. М & A business).

Как и большинство явлений, имеющих экономическую природу, слияния происходят волнами. Наиболее отчётливо это видно на примере США, где имели место четыре крупных волны слияний.

Первая волна прокатилась в конце 19 - начале 20 века (1895 - 1904 гг.) и затронула в основном базовые отрасли промышленности: нефтяную, сталелитейную и т.п.

Вторая имела место в 20 - х годах нашего столетия (1922 - 1929 гг.). Наиболее значительная реструктуризация произошла в излишне фрагментированных отраслях сельскохозяйственного производства, добывающей и химической промышленности. Процесс концентрации также затронул банковский бизнес и предприятия коммунального хозяйства. Кроме того, продолжилась концентрация капитала в тяжелой промышленности.

Пик третьей волны пришёлся на период с 1967 по 1969 годы. Третья волна представлена преимущественно т.н. конгломератными слияниями, т.е. слияниями компаний, функционирующих в несвязанных между собой сферах бизнеса. Наиболее активными покупателями выступили компании из аэрокосмической промышленности, тяжелого машиностроения и ряда других отраслей, испытывавшие постоянные колебания уровня продаж, либо с небольшими перспективами роста и расширения отраслевых рынков. За счет проникновения с помощью слияний в новые стремительно развивающиеся виды бизнеса, такие как, например, электронная промышленность, эти компании диверсифицировали свою деятельность, снижали риски и получали доступ к новым передовым технологиям.

## Анализ методов поглощений с использованием инструментов фондового рынка

Как уже отмечалось выше, поглощения в зависимости от формы их проведения можно классифицировать на:

S дружественные;

S враждебные.

Дружественные поглощения предполагают согласие управляющих целевой компании на проведение сделки. В процессе переговоров с потенциальным покупателем происходит согласование параметров поглощения, разрабатывается соответствующий договор, который затем представляется собранию акционеров с рекомендацией управляющих утвердить сделку. В случае если менеджмент целевой компании не согласен с предложением приобретающей фирмы, последняя может попытаться осуществить враждебное поглощение и захватить контроль над целевой компанией вопреки воле ее управляющих.

Анализ зарубежной (и в особенности американской) практики враждебных поглощений позволяет выделить три основных инструмента, которыми могут воспользоваться приобретающие компании в борьбе за контроль над целевыми фирмами:

1. тендерное предложение (tender offer);

2. борьба за доверенности (proxy fight);

3. скупка акций на фондовом рынке (open market purchases).

Конечный выбор какого-либо инструмента поглощения или их комбинации зависит от множества факторов, действующих в данный момент времени в конкретной бизнес-среде. К числу таких факторов можно отнести степень развития рынков капитала и доступность источников финансирования, законодательное регулирование поглощений, финансовое положение приобретателя и т.п.

Прежде чем приступить непосредственно к борьбе за контроль и прибегнуть к использованию одного из трех инструментов захвата (или их комбинации), приобретатель может осуществить необходимые подготовительные мероприятия (на схеме они обведены пунктирной рамкой).

Первоначальная покупка небольшого пакета акций

Первым этапом поглощения может стать приобретение небольшого пакета акций целевой компании. Данная покупка служит своего рода плацдармом для проведения дальнейшей операции. Осуществляя приобретение акций, компания-поглотитель позиционируется как акционер целевой фирмы, что позволяет ей воспользоваться всеми вытекающими отсюда правами. Несмотря на межстрановые различия в законодательстве, как правило, статус акционера наделяет приобретающую компанию следующими основными преимуществами:

возможность внесения предложений в повестку годового собрания акционеров и выдвижения своих кандидатов в совет директоров;

возможность ознакомления с реестром акционеров;

возможность инициирования внеочередного собрания акционеров;

более обширный доступ к информации, касающейся деятельности общества. Учитывая небольшой размер первоначально аккумулируемого пакета, действительное значение для приобретателя имеет лишь позиционирование в качестве акционера, что накладывает на руководителей целевой компании определенные обязательства. С одной стороны, они должны предпринять все меры к отражению нападения, с другой, при этом не должно происходить нарушение прав и интересов акционеров. Таким образом, приобретая первоначальный пакет акций, рейдер обеспечивает себе возможность в любой момент времени подать иск на руководителей целевой фирмы, зачастую абстрагирующихся от интересов акционеров в процессе реализации защитных мероприятий.

## Специфика применения инструментов фондового рынка в операциях поглощения и анализ факторов, ее обусловливающих

Российская практика проведения операций поглощения показывает, что методы и приемы борьбы за контроль, используемые в российских условиях, в корне отличаются от зарубежного опыта осуществления враждебных поглощений. Причины, обуславливающие специфику враждебных поглощений в России, будут подробно освещены ниже; в настоящем параграфе мы сконцентрируемся на технической стороне осуществления враждебных поглощений.

Анализ многочисленных публикаций в деловой периодике, связанных с корпоративным контролем, позволяет выделить несколько характерных особенностей проведения враждебных поглощений в российских условиях:

1) в процессе враждебных поглощений практически не используются такие широко применяемые в зарубежной практике инструменты, как тендерное предложение и борьба за доверенности.

Достижение контроля над предприятием в подавляющем большинстве случаев осуществляется с помощью скупки акций на открытом рынке, в т.ч. у членов трудового коллектива, с задействованием аффилированных структур приобретателя. Аккумуляция акций также осуществляется посредством участия в инвестиционных конкурсах по покупке пакетов акций, находящихся в государственной собственности. Типичным примером реализации подобной стратегии поглощения может считаться ситуация с борьбой за контроль над одним из крупнейших российских производителей электротехники для строительного сектора и транспортного машиностроения банка являлось установление контроля над НЛМК. Несмотря на то, что в итоге попытки банка не увенчались успехом, существуют примеры и более эффективного использования данной стратегии борьбы в достижении контроля.

3) в процесс захвата контроля активно вовлекаются государственные органы власти, оказывающие давление на противоборствующую сторону (различного рода целевые проверки контролирующих органов, в т.ч. налоговой инспекции, правоохранительных органов и т.п.). Кроме того, с целью «объективного» освещения происходящей борьбы за контроль, привлекаются средства массовой информации, цель которых заключается в создании негативного образа противоборствующей стороны путем публикации различного рода компрометирующей информации.

В качестве одного из наиболее ярких примеров подобной тактики действий можно привести борьбу за контроль над одним из крупнейших российских морских перевозчиков - ОАО «Востоктрансфлот». После выкупа контрольного пакета акций ВТФ у американского инвестиционного фонда «New Century Holdings» новый акционер - инвестиционная корпорация «Партнерство» - осуществил смену руководства «Востоктрансфлота», неэффективно управлявшего предприятием. Однако уволенный генеральный директор «Востоктрансфлота», используя свои контакты в правоохранительных органах Приморского края, добился заведения ряда уголовных дел на вновь назначенное руководство предприятия и запрета на важнейшие финансовые операции «Востоктрансфлота». Помимо этого, была организована информационная компания по дискредитации руководителей «Партнерства». Все эти действия привели к огромным убыткам для «Востоктрансфлота» по неисполненным контрактам и возникновению реальной возможности банкротства предприятия.