Попов, Антон Валерьевич Финансовые выгоды слияний и поглощений : автореферат дис. ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / С.-Петерб. ун-т экономики и финансов Санкт-Петербург, 2007

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования.

Вопросы слияний и поглощений привлекают к себе внимание большого числа исследователей. И связано это, главным образом, с тем, что при благоприятных институциональных условиях в форме слияний и поглощений происходит быстрое и масштабное размещение ограниченных ресурсов общества в экономически целесообразных направлениях.

По данным KPMG, в 2005 г. на мировом рынке слияний и поглощений завершилось около 25 тысяч сделок на общую сумму более двух триллионов долларов США, объем рынка по итогам года увеличился на 19%1. В России в 2005 г., по данным Ernst & Young, состоялось порядка 480 сделок на общую сумму более 50 млрд. долларов, объем рынка увеличился почти на 65% . Темпы роста российского рынка существенно опережают общемировые, при этом заметно улучшается его структура, все большое число сделок совершается за рамками добывающих отраслей, растет активность иностранных инвесторов, многие российские компании проводят экспансию за рубеж.

Большой научный интерес к слияниям и поглощениям привел к появлению целого ряда исследований в рамках разных экономических дисциплин. Значительная часть этих исследований сконцентрирована на финансовых вопросах. Среди них центральное место занимают вопросы оценки целесообразности сделки, анализа выгод слияний и поглощений. Конечным выражением этих выгод является увеличение общей стоимости участников сделки, как следствие, детальный анализ выгод имеет принципиальное значение для инвесторов.

В настоящее время теоретическая база по вопросам финансовых выгод слияний и поглощений в целом сформирована. Вместе с тем, на наш взгляд, здесь будет целесообразно решить следующие задачи: (1) раскрыть характер

Обзор рынка слияний и поглощений /КЛМГ —2005 — Режим доступа http //wwwiqimg ru Mergers and Acquisitions in the CIS Market Overview / Ernst & Young. 2006 Режим доступа http //www ey com/cis ряда зависимостей в рамках известных моделей; (2) в ряде случаев дополнить выводы известных теорий; (3) уточнить некоторые понятия и определения. Следует также отметить, что в российской научной литературе оригинальные исследования, посвященные анализу выгод слияний и поглощений, практически отсутствуют, и лишь малое число статей и монографий известных зарубежных ученых переведено на русский язык. Все это определяет актуальность темы диссертации, а также постановку ее целей и задач.

Цель и задачи исследования.

Целью диссертационного исследования является раскрытие природы финансовых выгод объединения фирм под единым контролем, построение методики анализа этих выгод, оценка источников выгод слияний и поглощений в российских условиях.

В соответствии с данной целью были поставлены следующие задачи:

- отразить основные положения теории по вопросам источников выгод объединения фирм под единым контролем; - разработать методику анализа финансовых выгод слияний и поглощений, опробовать методику в практических расчетах;

- определить количественную связь между изменением постоянных расходов и затратами на капитал фирмы при оценке такого мотива слияния как экономия на постоянных расходах;

- в ходе анализа выгод слияний и поглощений на неэффективном рынке капитала найти условия, при которых балансовая стоимость активов фирмы будет равна ее справедливой стоимости;

- проиллюстрировать с помощью модели ценообразования опциона Блэка-Шоулза влияние снижения вероятности банкротства в результате слияния на стоимость фирмы, благосостояние акционеров и кредиторов;

- провести анализ возможных источников выгод приобретения контроля над предприятиями в российских условиях.

Объектом исследования являются все виды сделок, при которых происходит объединение фирм под единым контролем. К ним относятся приобретение одной фирмой (или ее владельцем) контрольного пакета акций другой фирмы (поглощение), слияние и присоединение. В свою очередь, слияния и поглощения, а также деловые альянсы, дивестиции, выкупы акций (buyouts), в том числе за счет долга (LBO) - все это виды реструктуризации. В целом, реструктуризация охватьшает все виды деятельности, направленной на существенное расширение или сокращение деятельности самой фирмы, основательное изменение структуры ее имущества и обязательств .

Предметом исследования являются финансовые выгоды объединения фирм под единым контролем (финансовые выгоды слияний и поглощений) как часть экономического эффекта реструктуризации такого рода. Собственно экономический эффект слияний и поглощений состоит в изменении общей стоимости фирм-участников сделки, и, как следствие, в изменении благосостояния инвесторов, финансирующих деятельность этих фирм.

Теоретической и методологической основой диссертации послужили работы зарубежных и отечественных ученых, посвященные проблемам слияний и поглощений, реструктуризации предприятий. Прежде всего, это фундаментальные работы, а также специальные исследования Ф. Модильяни, М. Миллера, Р. Коуза, Г. Марковича, Дж. Линтнера, У. Шарпа, Ф. Блэка, М. Шоулза, X. Леви, М. Сарната, В. Льюллина, Р. Хиггинса, Л. Шаля, Д. Галая, Р. Мазулиса, М. Дженсена, У. Меклинга, Р. Рубэка, П. Милгрома, Дж. Робертса, Д. ДиГТамфилиса. Также следует выделить работы А. Радыгина, Р. Энтова, Н. Шмелевой, Н. Рудыка, Е. Семенковой, Т. Долгопятовой, Ю. Иванова, А. Прокопца, М. Браславской и других авторов.

Информационной основой исследования стали нормативи о-правовые акты Российской Федерации, регулирующие вопросы слияний и поглощений; справочники и энциклопедии; сведения, опубликованные в сети Интернет; информация, полученная автором в процессе профессиональной деятельности.

1 DePamphilis, Donald Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions New York Academic Press, 2001 P 5 Научная новизна и наиболее существенные результаты исследования состоят в следующем;

1. В условиях модели ценообразования на капитальные активы (САРМ) была установлена и формально описана связь между изменением постоянных расходов и затратами на капитал фирмы. Это напрямую связано с темой работы, поскольку экономия на постоянных расходах в числе основных мотивов слияний и поглощений.

2. Уточнены понятия горизонтального и конгломератного (чисто конгломератного) слияния, отмечена некорректность традиционного деления слияний на вертикальные, горизонтальные и конгломератные.

3. С помощью второй модели Модильяни-Миллера было показано, как вызванное слиянием снижение вероятности банкротства фирм-участников сделки влияет на их общую стоимость, а также общую стоимость акционерного капитала.

4. В условиях второй модели Модильяни-Миллера было показано, как увеличение долговой ёмкости фирм-участников слияния может повлиять на общую стоимость акционерного капитала, предложено иллюстрировать найденное соотношение в виде карты линий безразличия.

5. Сформулированы условия, при которых возникшая в результате слияния фирма способна повысить собственную стоимость за счет увеличения финансового левериджа, предложена графическая иллюстрация.

6. В ходе анализа выгод слияний и поглощений на неэффективном рынке определены формальные условия, при которых балансовая стоимость активов фирмы равняется ее справедливой стоимости.

7. Разработан оригинальный метод иллюстрации эффектов чисто конгломератного слияния с помощью модели ценообразования опциона Блэка-Шоулза.

Практическая значимость диссертации заключается в следующем: 1. Методика анализа финансовых выгод слияний и поглощений, а также выводы исследования в части источников выгод приобретения контроля над российскими компаниями могут применяться при оценке инвестиционных проектов, связанных со слиянием или приобретением контрольного пакета акций предприятия в условиях России. 2. Системный взгляд на вопросы финансовых выгод слияний и поглощений, обоснованные в ходе работы дополнения и уточнения некоторых теоретических положений, а также предложенный способ иллюстрации ряда закономерностей делают возможным более полное и системное усвоение в ходе учебного процесса соответствующих разделов курса «Финансы предприятий».

Публикации. По теме исследования опубликованы три работы общим объемом 1,1 пл.

Вклад автора в проведенное исследование.

Основной вклад автора в проведенное исследование состоит в том, что им были поставлены и решены следующие задачи:

- отражены основные положения теории по вопросам источников выгод объединения фирм под единым контролем;

- разработана и опробована в практических расчетах методика анализа финансовых выгод слияний и поглощений;

- в ходе оценки экономии на постоянных расходах как мотива слияния определена количественная связь между изменением постоянных расходов и затратами на капитал фирмы;

- при анализе выгод слияний и поглощений на неэффективном рынке капитала были найдены условия, при которых балансовая стоимость активов фирмы будет равна ее справедливой стоимости;

- с помощью модели ценообразования опциона Блэка-Шоулза было проиллюстрировано влияние снижения вероятности банкротства в результате слияния на стоимость фирмы, благосостояние акционеров и кредиторов;

- проведен анализ возможных источников выгод приобретения контроля над предприятиями в российских условиях. Структура диссертации.

Работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы.

Во введении обосновываются актуальность, теоретическая и практическая значимость диссертации, ставятся цели и задачи работы, формулируются объект и предмет исследования.

В первой главе — «Теоретические основы финансовых выгод слияний и поглощений» — отражены основные положения теории по теме диссертации. В первом параграфе главы рассмотрены общие вопросы теории слияний и поглощений, введены основные определения. Во втором и третьем параграфах проведен обзор теорий корпоративных финансов, посвященных источникам выгод слияний и поглощений. Обзор построен в хронологическом порядке с выделением двух периодов в исследовании финансовых выгод слияний и поглощений: классические теории отражены во втором параграфе, агентская теория - в третьем.

Во второй главе диссертации - «Методика анализа финансовых выгод слияний и поглощений» - представлено системное исследование источников финансовых выгод слияний и поглощений, раскрыта методика анализа этих выгод, стержнем которой является факторный анализ. В первом параграфе главы исследуется финансовая сторона операционных выгод слияний и поглощений. Во втором параграфе рассматриваются финансовые выгоды объединения фирм под единым контролем в условиях эффективного менеджмента и эффективного фондового рьшка. В третьем параграфе исследуются выгоды слияний и поглощений, которые обусловлены неэффективным менеджментом, атакже неэффективным фондовым рынком.

Третья глава диссертации - «Практическая сторона оценки выгод слияний и поглощений» - посвящена исследованию выгод приобретения контроля над предприятиями в условиях российской экономики, а также практическому применению разработанной в предыдущей главе методики анализа финансовых выгод слияний и поглощении. В первом параграфе главы представлены обзор правового регулирования слияний и поглощений в России, статистика российского рынка корпоративного контроля, а также анализ источников выгод слияний и поглощений в условиях российской экономики. Во втором параграфе приведен пример оценки источников выгод приобретения контроля над фирмой - практический расчет, который целиком строится на основе методики анализа выгод слияний и поглощений, разработанной во второй главе диссертации.

В заключении приводятся основные выводы и предложения, полученные в ходе исследования.