Романенко Ольга Анатольевна. Финансовая привлекательность интеграции хозяйствующих субъектов в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Саратов, 2003 204 c. РГБ ОД, 61:03-8/3691-9

|  |
| --- |
|  |

**Содержание к диссертации**

Введение

1. Содержание интеграции хозяйствующих субъектов с позиции теории финансов.

1.1. Развитие теории интеграции и ее значение для управления финансами хозяйствующих субъектов 8

1.2. Финансовая привлекательность и мотивы интеграционных процессов 31

2. Финансовые аспекты слияний и поглощений.

2.1. Особенности слияний и поглощений в современной России 56

2.2. Проблемы выбора финансового инструмента оплаты слияний и поглощений 75

2.3. Методы оценки слияний и их развитие 92

3. Финансовые проблемы интеграции субъектов хозяйствования в форме холдингов.

3.1. Холдинг как специфическая организационная форма управления финансовыми потоками

3.2. Финансовые возможности и факторы инвестиционной привлекательности холдингов 128

3.3. Налоговое планирование в холдинге 143

Заключение 163

Список литературы 169

Приложения 179

**Введение к работе**

В современных рыночных экономиках интеграция предприятий представляется закономерным явлением, которое вызывает научный и общественный интерес. Одни экономисты видят в интеграции хозяйствующих субъектов одно из важнейших проявлений рыночной дисциплины. Другие подчеркивают, что, интеграция нередко сопровождается усилением рыночной власти фирм. Все это вызывает активные споры о роли интеграции в современной экономике и дискуссии относительно оптимальных форм регулирования указанных процессов. Перед отечественной экономической наукой стоит задача исследования всего комплекса проблем, охватывающих не только разработку общей концепции и форм интеграции, но и конкретные программы действий фирм, подчиненных целям и задачам интеграции в определенных условиях.

Для объективности исследования процессов интеграции хозяйствующих субъектов нельзя оставлять без внимания финансовые основы объединения и финансовые измерители его результативности. Для того чтобы понять

истинные побудительные мотивы интеграции, ее внутренние движущие силы, механизмы и саму природу этого явления, необходимо рассматривать интеграцию с позиции теории финансов.

На наш взгляд, финансовая деятельность фирмы и движение ее финансовых ресурсов должны стать важнейшими направлениями исследований интеграционных процессов. Финансовые показатели и финансовые решения являются центральным моментом развития фирмы, результативности ее деятельности. Интеграцию фирмы, то есть, по сути, ее рост, необходимо рассматривать во взаимосвязи с изменениями прибыли, издержек, инвестиционных возможностей и возможностей по привлечению капитала, а также в контексте вопросов налогового планирования.

**Степень разработанности проблемы.**Отдельные аспекты финансовых отношений, возникающих в процессе интеграции хозяйствующих субъектов, были предметом обсуждения как западных, так и российских ученых. Активное объединение предприятий в холдинги и ассоциации, формирование новых финансово-промышленных групп, приобретение крупными компаниями контрольных пакетов акций ранее независимых предприятий стимулируют процесс изучения различных проблем интеграции. Однако основная часть работ западных экономистов в этой области представляет собой анализ феномена интеграции с позиций общей экономической теории. Работы в области финансового менеджмента затрагивают только некоторые проблемы осуществления слияний и поглощений, прежде всего, вопросы корпоративного контроля, т.е. распределения акционерного капитала между собственниками, а также изменения стоимости компаний в результате слияний и поглощений. Эти вопросы нашли отражение в работах таких зарубежных авторов как Брейли Р., Майерс С, Бригхем Ю., Гапенски Л., Ван Хорн Дж., Доббинс Р., Паркинсон К., Кох Р., Паукок М., Тейлор А., Келлер Т., Уильямсон О.

Исследованию процессов интеграции в России способствовали труды таких отечественных экономистов как Авдашева С, Дементьев В., Винслав Ю.,

Брызгалин А., Малентьев А., Львов Ю., Плотников В., Радыгин А., Энтов Р., Рудык Н., Симачев Ю., Якунина А. Эти авторы рассматривали институциональные особенности российской экономики, обуславливающие активные интеграционные процессы, проблемы замены ценовой координации рынка иерархической организацией, возможности и особенности консолидированного бухгалтерского учета в интегрированных структурах, практические аспекты деятельности ФПГ и холдингов, некоторые их финансовые особенности. В то же время в экономической литературе отсутствуют серьезные теоретические и методологические разработки, комплексно раскрывающие причины финансовой привлекательности интеграции для хозяйствующих субъектов, финансовые возможности и финансовые взаимосвязи в интегрированных структурах. Актуальность данной проблемы, а также ее недостаточная теоретическая и практическая разработанность предопределили выбор темы настоящего исследования и повлияли на постановку его цели и задач.

**Целю диссертационного исследования**является выявление особенностей финансовых отношений, лежащих в основе интеграционных процессов, и обоснование финансовой привлекательности хозяйствующих субъектов в современной России.

**Задачи исследования.**В рамках поставленной цели основными задачами исследования являлись:

на основе критического анализа альтернативных теоретических школ комплексно раскрыть экономическое содержание понятия «интеграция», определить ее основные формы и типы, обосновать необходимость рассмотрения интеграции с точки зрения теории финансов;

выявить финансовые мотивы интеграции, обуславливающие ее финансовую привлекательность для хозяйствующих субъектов;

выделить периоды, в рамках которых процессы слияний и поглощении в пореформенной России характеризовались определенными особенностями;

дать сравнительную характеристику различных финансовых инструментов оплаты сделок слияний и поглощений и выявить приоритетность в зависимости от действующих факторов;

определить области применения существующих методов оценки слияний и разработать рекомендации по выбору хозяйствующими субъектами адекватного метода;

исследовать финансовые аспекты интеграции хозяйствующих субъектов в форме холдингов и определить причины их финансово-инвестиционной привлекательности;

разработать меры, направленные на повышение эффективности налогового планирования холдингов.

Предметом исследования является система финансовых отношений, возникающих в процессе интеграции субъектов хозяйствования в России.

Объектом исследования являются формирования, возникающие в результате организационной интеграции российских экономических субъектов.

**Теоретической и методологической основой**проводимого диссертационного исследования является теория финансов в части теории финансового менеджмента, теории корпоративного контроля и теории налогообложения, а также теория фирмы, теория организации промышленности в части теории вертикальной и горизонтальной интеграции, теории трансакционных затрат и вертикальных контрактных отношений. В процессе исследования использовались следующие общенаучные методы: абстракции, моделирования, анализа, синтеза, группировки и сравнения. При разработке алгоритма выбора оценки слияний использовались методы финансовой математики, экспертных оценок. При разработке налогового

бюджета использовался балансовый метод. Эмпирический материал обработан методами экономической статистики.

Информационной базой исследования послужили законодательные акты и нормативные документы государственных органов власти и управления Российской Федерации, инструктивные материалы Министерства по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, статистические данные Госкомстата РФ, материалы Института экономики переходного периода, Финансовой академии при Правительстве РФ, Международного института экономики и права, материалы научно-практических конференций и семинаров, материалы периодической печати по изучаемой проблеме, данные конкретных предприятий.

**Научная новизна проведённого исследования.**Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

дана многоаспектная характеристика понятия экономической интеграции (сформулированы определения и предложены классификации уровней, видов, способов и форм интеграции);

уточнено понятие "финансовая привлекательность" применительно к интеграционным процессам; выделены финансовые мотивы интеграции и доказано их приоритетное значение;

осуществлена периодизация процессов слияний и поглощений в пореформенной России и выявлены финансово-организационные особенности каждого периода;

систематизированы альтернативные финансовые инструменты оплаты слияний и определены факторы, обуславливающие выбор конкретного финансового инструмента хозяйствующими субъектами;

разработан алгоритм выбора хозяйствующими субъектами метода оценки слияний в зависимости от дивидендной политики предприятия, типа интеграции, имеющейся информации, открытости компаний для фондового рынка и их конкурентоспособности на мировом рынке;

с позиций финансового менеджмента дано авторское определение понятия "холдинг" как особой организационной формы управления финансовыми потоками, образованной в виде портфеля специфических финансовых активов, и выделены черты финансовой привлекательности холдингов;

осуществлена классификация факторов, влияющих на возможности финансирования инвестиций в холдингах: специфические (характерные только для холдингов) и неспецифические (потенциально реализуемые и вне холдингов;

предложены меры, направленные на повышение эффективности налогового планирования в холдингах (введение статуса консолидированного налогоплательщика для холдингов; разработка налогового бюджета).

**Теоретическая и практическая значимость работы.**Теоретическая значимость диссертационной работы состоит в комплексном исследовании финансовых основ интеграции хозяйствующих субъектов, определении финансовых мотивов и результатов интеграции. Практическая значимость исследования заключается в том, что содержащиеся в нем выводы и предложения позволяют финансовым менеджерам повышать обоснованность принятия управленческих решений в отношении интеграции, при выборе способа финансирования и метода оценки слияния. В работе предлагаются конкретные рекомендации по стимулированию инвестиционной активности и повышению эффективности налогового планирования в интегрированных структурах.

Полученные теоретические и практические результаты могут быть использованы в преподавании курсов по дисциплинам «Финансовый менеджмент», «Финансы предприятий», «Рынок ценных бумаг» и «Налоги и налогообложение».

## Развитие теории интеграции и ее значение для управления финансами хозяйствующих субъектов

Последние десятилетия ознаменовались развитием интеграционных процессов в разных странах и в масштабах мирового экономического хозяйства в целом. В настоящее время, как субъекты хозяйствования, так и исследователи пришли к пониманию интеграции как обобщающего процесса поиска наиболее эффективной организационно-функциональной и управленческой структуры в условиях эволюции индустриального общества.

Крупное интегрированное предприятие - это особая форма предпринимательства, основанная на высоком уровне обобществления производства, концентрации и централизации капитала. Привлекательными специфическими компонентами интегрированной структуры являются: крупное диверсифицированное инновационное производство, позволяющее переходить на несоизмеримо большие масштабы производственно-коммерческой деятельности; возможность использования механизма внутриотраслевого, межотраслевого и внутрифирменного перелива капитала; квалифицированный менеджмент, основанный на личной ответственности, высоком профессионализме управляющих. Мировой опыт свидетельствует, что при такой форме организации как правило создаются максимально благоприятные условия для привлечения инвестиций, аккумулирования поступлений из разных источников.

Интегрированные хозяйствующие субъекты демонстрируют ряд значительных преимуществ, связанных со способностью вести эффективную конкурентную борьбу и возможностью построения законченных технологических цепочек, отличаются определенной стабильностью и надежностью, имеют резервы снижения издержек. Все это позволяет подобным структурам, развиваясь самим, способствовать развитию экономики в целом.

В то же время чрезмерная концентрация и централизация капитала вызывает обеспокоенность теоретиков и государственных деятелей, поскольку она чревата монополизацией экономики со всеми вытекающими отсюда отрицательными последствиями. Решается эта проблема при помощи антимонопольного законодательства, разумного сочетания в экономике малого и крупного предпринимательства.

Изучение проблемы интеграции субъектов хозяйствования в России очень важно в современных условиях. Изменение социально-экономического развития государства в период перехода к рыночным отношениям привело к качественным структурным сдвигам, нередко выражающимся в интеграции предприятий. Предприятия стремятся интенсифицировать производство, что должно стимулировать рост денежных накоплений и прибыли. Условиями этого выступают прежде всего рост объема производства и реализации продукции; внедрение научно-технических разработок и повышение производительности труда; снижение себестоимости; улучшение качества продукции. Интеграция может создать объективные предпосылки для реализации этих условий. Поэтому перед отечественной экономической наукой стоит задача исследования всего комплекса проблем, охватывающих не только разработку общей концепции и форм интеграции, но и конкретные программы действий фирм, подчиненных целям и задачам интеграции в определенных условиях. Концепция и формы интеграции зависят от внешней стратегии интегрированной структуры, от способности определить и отстаивать свои экономические и финансовые интересы.

Исследование интеграционных процессов следует начать с определения интеграции, а также классификации ее форм и видов. Термин «интеграция» произошел от латинского слова integer (целый) и является очень емким по своему значению. Обычно в экономической литературе он используется для обозначения объединения экономических субъектов, углубления их взаимодействия, развития связей между ними.1

## Особенности слияний и поглощений в современной России

Интеграция может быть как внутренней, так и внешней. Внешняя интеграция принимает различные формы. Каждая форма связана с определенными первоначальными (стартовыми) расходами и ожиданиями дохода в будущем. Рассмотрим, прежде всего, финансовые механизмы жесткой интеграции, к которой, на наш взгляд, относятся слияния и поглощения.

Нарастающие процессы слияний, поглощений, объединений, альянсов с целью укрупнения своих экономических потенциалов, роста конкурентоспособности и захвата мировых рынков подтверждаются примерами интеграционных процессов, которые состоялись в последнее время в США, Западной Европе, Японии и других странах66 (Приложение 3, таб. 2.1).

Безусловно, перечень интеграционных явлений, и в первую очередь слияний, можно было бы продолжить. Однако уже данный перечень движения мощных акционерных капиталов в различных странах свидетельствует о сложившейся в конце двадцатого века устойчивой общемировой тенденции внутринационального и межнационального укрупнения, концентрации и централизации производственного и финансового капиталов. Только в Европе за период с 1990 по 1998 г. число слияний превысило 34 тыс. и вовлекло в оборот свыше 1,2 млрд. долл.67.

В настоящее время процесс слияний и поглощений является весьма актуальным для российских предприятий и организаций, как в реальном, так и в финансовом секторе экономики. Примеры слияний и поглощений в России представлены в приложении 4 (таб. 2.2.). Финансовый кризис поставил российские компании в достаточно сложное положение. Реструктуризация рынка ГКО привела к потере ликвидности большей части организаций финансового сектора (банков, инвестиционных компаний, страховых организаций). А кризис финансового рынка немедленно привел к потере финансовой устойчивости промышленных и торговых компаний, столкнувшихся с ужесточением ограничений по доступу к краткосрочным кредитным ресурсам. Именно ситуация острой нехватки свободных финансовых ресурсов является после кризиса 1998 г. основном фактором процесса слияний и поглощений.

На Западе существует детально разработанная, многократно проверенная на практике технология организации слияний и поглощений. Это весьма сложный и длительный процесс, подготовка к которому для крупных организаций подчас занимает несколько лет. В рамках данного исследования делается попытка представить, каким образом мог бы быть организован процесс укрупнения российских компаний в сегодняшних условиях.

В экономической литературе традиционно предусматривается два основных вида слияний: путем поглощения и путем образования новой компании6 . Слияние путем поглощения происходит в случае, когда одна или несколько компаний прекращают свое существование, но не ликвидируются, а передают свои активы и пассивы другой (поглощающей) компании в обмен на ее акции. В сделке принимают участие две стороны: компания-покупатель и компания-цель (продавец). Слияние путем образования новой компании происходит в том случае, когда несколько компаний прекращают свое существование без ликвидации и передают свои активы и пассивы создаваемой ими новой компании в обмен на ее акции.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ все сделки слияния и поглощения проходят как «реорганизация юридического лица» и установленные формы реорганизации не отражают всего многообразия экономических форм реструктуризации. Реорганизацией юридического лица в соответствии с ГК РФ признаются: слияния (в смысле объединения двух юридических лиц), присоединение (эквивалентно жесткому и дружественному поглощению - ГК не устанавливает различий), разделение и выделение (что практически идентично т.к. подразумевает разделение одного юридического лица на два или несколько юридических лиц), преобразование . Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование. Новая компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний - своих составных частей, после чего последние распускаются. По сути, термин «реорганизация», используемый в ГК РФ относится лишь к правовым аспектам деятельности предприятий в части регламентации возможных промежуточных трансформаций юридических лиц, при этом в законодательстве отсутствует какое-либо определение собственно реорганизации. Следует также заметить, что установленные в ГК РФ формы реорганизации юридического лица не отражают всего многообразия экономических форм реструктуризации.

## Холдинг как специфическая организационная форма управления финансовыми потоками

Одной из основных задач при интеграции предприятий является создание организационной структуры предприятия, обеспечивающей как достаточную гибкость в условиях быстро изменяющейся внешней среды, так и сохранения эффекта масштаба, присущего крупным предприятиям и дающего им значительные конкурентные преимущества. Наиболее эффективно поставленная задача решается путем построения холдинговой структуры, в которой основное общество, отвечающее за согласованность входящих в нее дочерних обществ, обеспечивает реализацию эффекта масштаба, а дочерние общества используют преимущества, основанные на быстроте принятия решений и большей гибкости при принятии решений.

Глобальная тенденция распространения холдинговых компаний -непосредственное следствие развития крупного интегрированного предпринимательства. Все ведущие индустриальные страны, включая Японию и Корею, сделали ставку на развитие холдинговых отношений как средства управляемой консолидации активов на решающих направлениях национальной и глобализируемой мирохозяйственной конкуренции.

В России холдинги функционируют и продолжают формироваться во многих отраслях экономики: в нефтяной сфере, газовом и электроэнергетическом комплексе, в лесном хозяйстве, химической промышленности, в машиностроении и авиаиндустрии. Примеры распространения холдинговых компаний в России см. в приложении 10.

Анализ процессов интеграции предприятий в российской промышленности на основе создания холдингов существенно осложняется отсутствием единства во взглядах не только отечественных, но и зарубежных экспертов на экономическое и юридическое содержание понятия «холдинг».

Т. Келлер полагает, что «под холдингом или холдинг-компанией следует понимать предприятие, главной областью деятельности которого является рассчитанное на длительный срок долевое участие в одном (или нескольких) самостоятельных в правовом отношении других предприятиях» 3. А. Горбунов считает, что холдинговая компания - это коммерческое предприятие, контролирующее одну или несколько дочерних фирм, «в широком смысле холдинг - это материнская компания и группа ее дочерних фирм, объединенных общим владением» . Другие убеждены в том, что холдинговая компания - это юридическое лицо, которое в результате операций с ценными бумагами приобретает контроль над предприятиями с целью управления их деятельностью». Некоторые эксперты исходят из того, что «холдинг представляет собой совокупность юридических лиц, образуемую основным и дочерним (дочерними) предприятиями, которые связаны между собой долевым участием в собственности или договорными отношениями, дающими безусловное право основному предприятию определять важнейшие управленческие решения, принимаемые на уровне дочернего (дочерних) предприятий, пути и способы их реализации»95. Пятые полагают, что корпоративные группы холдингового типа - объединения юридически самостоятельных компаний, в которых головная (держательская) компания владеет, полностью или частично, капиталом остальных (дочерних) компаний.

В экономической литературе нередко ставится знак равенства между многопрофильной, многообъектной корпорацией и холдингом. Действительно, координация" на контрактной основе, действующая в корпоративной группе, трудноотличима от координации на административной основе в корпорации. Тем более что крупнейшие корпорации децентрализуют управление, предоставляя своим структурным подразделениям значительную автономию. Различия между корпорацией и группой наименее заметны в группах, где головная компания, «чистый» холдинг, владеет 100% акций всех дочерних компаний.

И корпорация и холдинг могут без разбора именоваться «концерном», а дочерние компании - отделениями или филиалами. Но холдинговая группа признаётся менее жёсткой, чем единая корпорация. О. Уильямсон говорит о холдинге как об «организации с рыхлой дивизиональной структурой, в которой контроль головного подразделения над отдельными оперативными частями лимитирован и зачастую не систематичен. Отделения пользуются значительной автономией при слабой административной структуре». Уильямсон видит в головной компании лишь звено, управляющее всеми рисками группы, которые можно уменьшать, меняя состав группы (наподобие портфеля инвестиционного фонда). Он не видит никакого основания предпочитать холдинговую группу единой многодивизиональной компании (M-form, как её называет Уильямсон)96.

Альфред Чендлер считает, что современные американские многоотраслевые, многофункциональные корпорации, организованные по дивизиональному принципу - это и есть американская разновидность холдинговых групп97.