Довнар Валерий Иванович. Формирование финансовых потоков при слиянии и поглощении предприятий в условиях рыночной экономики России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. - Москва, 2005. - 159 с. : ил. РГБ ОД,

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВЫХ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ В УСЛОВИЯХ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ РОССИИ 10

1.1 Тенденции и особенности финансовых сделок при слиянии и поглощении.. 10

1.2 Опыт формирования финансовых потоков при слиянии и поглощении 41

1.3 Классификация слияний и поглощений 52

ГЛАВА 2 НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ПОТОКОВ ПРИ СЛИЯНИИ И ПОГЛОЩЕНИИ ПРЕДПРИЯТИЙ В РОССИИ 61

2.1 Мотивация и цели предприятий в сделках слияния и поглощения 61

2.2 Совершенствование финансового механизма слияний и поглощений 79

2.3 Повышение эффективности в сделках слияния и поглощения 84

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 140

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 146

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. В результате изменений, происходящих в обществе и экономике, возникает необходимость выработки новых подходов к стратегии формирования финансовых потоков. В настоящее время наблюдается ускоренное развитие капитала, его концентрации и централизации, формирование финансового капитала. Это приводит к росту количества транснациональных компаний, финансово-промышленных групп, развиваются процессы слияния и поглощения предприятий. Развитие в России рыночной экономики заставляет российские конгломераты оптимизировать финансовые потоки и сфокусироваться на ограниченном числе направлений бизнеса, что будет происходить посредством слияния, поглощения и продажи непрофильных активов. Максимального соответствия международной практики достигли российские компании, ориентированные на рост за счет привлечения финансирования на международных фондовых рынках. Они решительно избавляются от непрофильных активов и практикуют слияние и поглощения в рамках основного бизнеса.

На ранних этапах рыночной экономики наука выработки финансового стратегического подхода к слияниям и поглощениям почти не имела отношения к российским компаниям. Общим для большинства сделок было отсутствие жесткой необходимости формировать осознанный стратегический подход к выбору объекта поглощения и его интеграции. В таких условиях происходившие в России процессы трудно было классифицировать как традиционные слияния и поглощения. В большинстве случаев компании, обладающие значительными административными и финансовыми ресурсами, хаотично присваивали активы в разных отраслях. Однако, в последнее время наметились как внутрироссийские, так и внешние предпосылки для изменения ситуации. Состояние российской экономики и глобальные тенденции указывают на то, что российские компании активно вовлекаются в процесс слияний и поглощений и оказываются перед необходимостью совершенствовать свои подходы как к слияниям и поглощениям, так и уменьшать число бизнес-направлений и интересов. Это произойдет по ряду причин:

Во-первых, «свободных» привлекательных активов, которые можно получить по цене значительно ниже рыночной, в России практически не осталось, поэтому каждое новое поглощение потребует все больше ресурсов, а, следовательно, поглощения будут тщательнее обосновываться и планироваться. Сделки все чаще оплачиваются деньгами: каждая новая приватизационная сделка становится рекордной по объему выплаченных средств. Всё большую популярность приобретают сделки с компаниями из других стран. Компании-покупатели заинтересованы в том, чтобы каждое новое поглощение создавало максимальную стоимость.

Во-вторых, во время приватизации российские многоотраслевые группы диверсифицировались столь широко, что равноценно развивать все направления вряд ли будет возможно. Конгломераты неоднократно доказали свою неэффективность в международной практике. В последние годы заметно интенсифицировался процесс реструктуризации конгломератов как в развитых, так и в развивающихся странах, что во многом связано с усилением глобальной конкуренции. Развитие в России рыночной экономики и усиление международной конкуренции также заставит российские конгломераты совершенствовать управленческие технологии и фокусироваться на ограниченном числе направлений, что будет происходить через слияния, поглощения и продажу непрофильных активов.

Методологическое осмысление процессов слияния и поглощения и, на основе этого, оптимизация финансовых потоков могут привести в движение финансовые ресурсы, необходимые для нормального функционирования воспроизводственных процессов. В этой связи поиск новых подходов к управлению финансовыми потоками в условиях интеграции финансовых структур, вовлечение в оборот свободных сбережений широкого круга хозяйствующих субъектов и населения является важной народнохозяйственной задачей.

Степень разработанности проблемы.

Теоретические подходы к формированию и развитию рынка финансовых услуг исследовали Блэкуэлл Д.У., Кидуэлл Д.С., Маркс К., Петерсон Р.Л., Роуза

Питера С, Синки Дж. мл. Существенный вклад внесли и такие отечественные ученые-экономисты, как Балабанов И.Т., Иванов А.Н., Киселев В.В., Кочмола К.В., Лаврушин О.И., Миловидов В.Д., Молчанов А.В., Семенюта О.Г.

Концептуальные положения по современному процессу слияния и поглощений, оптимизации финансовых потоков нашли отражение в работах Владимирова И.Г., Гибсон К., Маршак А., Шамолин М., Эдаркар Э.

Признавая несомненный вклад ученых в разработку финансовых проблем слияния и поглощения, отметим, что исследовались в основном организационные и управленческие аспекты этого процесса, финансовая же сторона еще полностью не раскрыта. В работах акцентировалось внимание в основном на эффективность сделок по слиянию и поглощению предприятий без анализа реструктуризации финансовых потоков.

Целью диссертационной работы является обобщение теории и практического опыта формирования и развития финансовых потоков в процессе осуществления сделок по слиянию и поглощению.

В рамках поставленной цели решаются следующие задачи: - обобщить опыт формирования финансовых сделок слияния и поглощения предприятий;

- исследовать тенденции и особенности финансовых сделок слияния и  
поглощения;

- уточнить классификацию финансовых сделок по слиянию и поглощению;

- проанализировать мотивацию и цели компаний в сделках слияния и  
поглощения;

- проанализировать финансовый механизм слияния и поглощениям;

- сформулировать направления повышения эффективности финансовых  
сделок по слиянию и поглощению.

Объектом исследования являются предприятия, осуществляющие финансовые сделки слияния и поглощения, эффективность их осуществления.

Предметом исследования выступает совокупность финансовых и социально-экономических отношений по поводу распределения и перераспределения финансовых ресурсов в процессе осуществления слияния и поглощения.

Теоретическую и методологическую основу диссертации составляют научные разработки и практические обобщения ученых экономистов России и зарубежных стран, занимающихся методологическими проблемами развития финансовой системы. В работе использованы законодательные акты, другие нормативно-правовые документы органов государственной власти применительно к рассматриваемым проблемам, материалы конференций и периодической печати, разработки Института экономики РАН, данные статистического анализа.

^ В процессе исследования использовались методы системного и

ситуационного анализа, многокритериальной оценки, аналитических группировок, прямых сопоставлений, коллективной экспертизы.

Научная новизна исследования, полученная лично автором, заключается в решении важной народнохозяйственной задачи по развитию финансового рынка,

\* формированию рациональных финансовых потоков в процессе сделок по слиянию

и поглощению предприятий.

Новые научные результаты диссертации, полученные лично автором, представлены в следующем:

1. На основе анализа и обобщения опыта выявлены тенденции и особенности

^ проведения сделок по слиянию и поглощению предприятий в рыночных условиях.

Тенденции тесно связаны с высвобождением денежного капитала в результате концентрации производства, слиянием производственного и банковского капитала, формированием финансовой олигархии. Особенности определяются тем, что в начальный период перехода к рыночной экономике в России концентрация финансового капитала замедлилась, а затем началось, по сути, разукрупнение

ф предприятий и определенная децентрализация. В настоящее время рост активов

происходит не путем концентрации капитала, а за счет его централизации посредством слияния и поглощения предприятий.

2. Уточнено экономическое содержание понятий «слияние и поглощение  
предприятий». Под слиянием понимается объединение финансовых ресурсов двух  
или более организаций в их общих интересах для осуществления единой  
финансовой политики. При слиянии организаций все права и обязанности каждого  
из них переходят к вновь возникшему обществу в соответствии с передаточным  
актом. Слияние, обычно, осуществляются на добровольной основе всеми  
заинтересованными сторонами.

Поглощение означает финансовое объединение предприятий (компаний) большей частью разнородных, географически удаленных друг от друга или действующих на географически разных секторах рынка, взятие одной компанией другой под свой финансовый контроль, управление финансами без приобретения абсолютного права собственности на нее.

3. Уточнена классификация слияний и поглощений предприятий, которая  
учитывает разнообразие форм и методов. Выявлены направления формирования  
корпоративной финансовой стратегии за счет слияний и поглощений: увеличение  
масштаба, географическая диверсификация, обеспечение экономической  
безопасности и усиление рыночных позиций, расширение продуктового набора,  
выход в более технологичные отрасли, доступ к новым информационным  
технологиям.

4. Раскрыты факторы, влияющие на активность в области слияний и  
поглощений: оптимизация финансовых потоков, либерализация финансовой  
деятельности, либерализация трансграничного движения капитала, растущая  
значимость высоко-результатной научно-исследовательской деятельности,  
снижающиеся издержки транспортировки и коммуникаций, возникновение  
синергетического эффекта.

5. Сформулированы направления совершенствования механизма слияния и поглощения компаний, отбора партнеров для слияния и поглощения, создания стоимости. Доказано, что слияния и поглощения предоставляют возможности проведения масштабных преобразований в экономике, финансовой системе, решения давно назревших проблем, в том числе и тех, которые не имеют прямого

отношения к слиянию (реинжиниринг традиционных бизнес-процессов, переход к новым бизнес-моделям, выход на новый уровень эффективности, совместное использование активов).

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

*,:*- тенденции развития финансовых сделок по слиянию и поглощению

предприятий. Состояние российской экономики указывает на то, что российские компании активно вовлекаются в процессы слияний и поглощений и оказываются перед необходимостью совершенствовать свои подходы как к слияниям и поглощениям, так и к продаже непрофильных активов;

- особенности финансовых сделок слияния и поглощения в России связаны с

тем, что они все чаще оплачиваются деньгами, каждая новая приватизационная

сделка становится рекордной по объему выплаченных средств, все большую популярность приобретают сделки с компаниями из других стран, компании-покупатели заинтересованы в том, чтобы каждое новое слияние (поглощение) создавало максимальную стоимость. При приватизации российские многоотраслевые группы диверсифицировались столь широко, что равноценно развивать все направления вряд ли будет возможно. Конгломераты неоднократно доказали свою неэффективность в международной практике и низкую финансовую устойчивость. Заметно интенсифицировался процесс реструктуризации конгломератов и в развивающихся странах. Развитие в России рыночной экономики и усиление международной конкуренции также заставит российские конгломераты совершенствовать финансовую систему и фокусироваться на ограниченном числе направлений;

- методологические подходы к формированию корпоративной финансовой  
стратегии за счет слияний и поглощений, факторам, влияющим на активность в  
области слияний и поглощений;

1^ - направления совершенствования механизма слияния и поглощения

компаний, отбора партнеров, создания стоимости для проведения масштабных преобразований в экономике, финансовой системе, усовершенствования реинжиниринга традиционных бизнес-процессов, перехода к новым бизнес-

моделям, выхода на новый уровень эффективности, совместное использование активов.

Практическая значимость работы состоит в том, что теоретические положения в диссертации доведены до конкретных предложений, которые могут выступать в качестве составной части концепции реформирования финансового рынка. Разработанные на основе научно-методологических положений рекомендации пригодны для непосредственного применения в практике осуществления финансовых сделок слияния и поглощения.

Содержащиеся в работе выводы и предложения могут представлять интерес для работников органов государственного управления, руководителей предприятий

*Ф*и корпораций, ученых и специалистов по проблемам реорганизации рынка финансовых услуг, а также использоваться в учебном процессе.

Апробация результатов исследования. Основные положения исследования отражены в публикациях автора, в выступлениях на проблемной группе кафедры конкретной экономики и финансов в Российской академии государственной

службы при Президенте Российской Федерации, на III Межрегиональной  
конференции «Предпринимательство в промышленности: пути развития» 17-18  
ноября 2004 года в г. Москве. Материалы диссертации был использованы при  
горизонтальном слиянии подведомственных Госсстандарту РФ подмосковных  
Центров стандартизации и метрологии.  
. Структура диссертационной работы отражает общий замысел и логику

исследования. Она включает введение, две главы, состоящие из шести параграфов, заключение, список использованных источников и литературы.

## Тенденции и особенности финансовых сделок при слиянии и поглощении

В России, осуществившей рыночные преобразования, в результате естественных интеграционных процессов концентрации, централизации производства, реструктуризации экономики сложились определенные формы объединений коммерческих организаций. Некоторые из них возникли в результате приватизации, другие являются договорной формой кооперации коммерческих организаций. Объединения создаются также и в результате обратного процесса -разукрупнения организаций, когда в результате реорганизации или учреждения на месте одного юридического лица появляется группа хозяйственных обществ, включая основное и дочерние.

Продолжающаяся реструктуризация отечественной экономики сталкивается с недостатком финансового обеспечения деятельности объединений предпринимателей. И если организационно-управленческие и финансово- экономические аспекты этого вопроса в определенной мере освещаются в современной литературе, то формирование новых финансовых потоков, оптимизация финансовых схем являются дискуссионной темой современных научных исследований. Новые для России и российского права виды объединений коммерческих организаций (холдинги, финансово-промышленные группы и пр.) не являются самостоятельными организационно-правовыми формами предпринимательской деятельности, предусмотренными Гражданским Кодексом РФ. Что не может опровергнуть как факта наличия таких объединений, так и их существенного влияния на финансовую систему, изменению финансовых потоков.

Вместе с тем, независимо от организационно - правовых форм в экономике происходят объективные процессы, которые приводят к слиянию и поглощению предприятий. Ускоряются процессы концентрации и централизации производства.

Основной причиной концентрации банковского капитала при реструктуризации рыночной экономики является гигантская концентрация производства. Чем крупнее размеры промышленных предприятий, тем больше и высвобождающиеся у них денежные капиталы, которые сосредоточиваются в банках. С другой стороны, удовлетворять потребности в кредите крупных промышленных предприятий могут только крупные банки, располагающие большими ресурсами. Следовательно, концентрация производства делает необходимой концентрацию банков.

Наряду с концентрацией происходит также централизация банковского капитала, то есть вытеснение мелких банков крупными и слияние крупных банков в крупнейшие. Централизация банковского капитала происходит прежде всего на основе концентрации производства; крупные промышленные предприятия помещали свои свободные денежные капиталы, как правило, в крупные банки, что усиливает позиции последних и способствует вытеснению ими мелких банков. Централизация банковского капитала проявляется также в слиянии крупных банков в крупнейшие. Фактически происходит сосредоточение капитала в крупных банках. Таким образом, в банковском деле проявляется та же закономерность, что и в промышленности: свободная конкуренция ведет к концентрации, а концентрация, порождает монополию. Банковские монополии - это объединения банков, или банки-гиганты, играющие господствующую роль в банковском деле и присваивающие монопольно высокие прибыли.

Внедрение монополистического промышленного капитала в банковское дело осуществляется двумя способами. Во-первых, промышленные монополии покупают акции банков и таким путем становятся совладельцами последних. Во-вторых, промышленные монополии учреждают новые банки, которые с самого начала находятся под их контролем. В результате внедрения банковских монополий в промышленность, а промышленных монополий — в банковское дело возникает новое экономическое явление — финансовый капитал.

## Опыт формирования финансовых потоков при слиянии и поглощении

Слияния и поглощения компаний на протяжении всей своей истории носили волнообразный характер. Можно отметить пять наиболее выраженных волн в развитии этих процессов: волна слияний 1887-1904 гг.;

слияния компаний в 1916-1929 гг.;

волна конгломератных слияний в 60-70-х годах двадцатого столетия;

волна слияний в 80-х годах;

слияния во второй половине 90-х годов.

Все эти периоды отмечены своими характерными особенностями. Основные тенденции в волнообразном развитии слияний и поглощений компаний приведены в таблице 51.

Первый пик слияний пришелся на начало девятнадцатого века. Тогда укрупнение предприятий было вызвано изменением законодательной базы и исключительно неблагоприятными условиями для ведения бизнеса. Впервые появились компании, занявшие в ряде отраслей монопольное положение. Возможность существенно влиять на рыночные цены, манипулируя производством и предложением, обеспечивало им особенно высокую прибыльность и меняло саму суть рыночной экономики, базировавшейся до этого на принципах свободной конкуренции.

Всплеск слияний компаний, занятых в разных видах бизнеса, т.е. слияний конгломератного типа, пришелся на 60-е годы 20 века, хотя крупные конгломераты создавались еще в 20-е годы. Это произошло по причине того, что в 20-е годы создание конгломератов инициировалось задачами милитаризации экономики, а в 60-Q же годы - на чисто коммерческой основе.

В 70-е годы активная деятельность крупных компаний по их диверсификации продолжилась и она была связана, прежде всего, со стремлением приобретения активов в сферах электроники и телекоммуникаций.

Но в 80-е годы прибыли конгломератов стали неуклонно снижаться. Компании, входившие в конгломераты, показывали худшие результаты, чем независимые предприятия в тех же отраслях, а новые поглощения приносили лишь колоссальные убытки. По расчетам Майкла Портера, в первой половине 80-х годов поглощения конгломератами компаний в несвязанных отраслях заканчивались неудачей в 74% случаев.

В восьмидесятые годы удельный вес слияний конгломератного типа существенно сократился. Более того, создание новых корпораций сопровождалось разрушением конгломератов, возникших 10-20 лет назад. В этот период преобладали поглощения конкурентов путем покупки их акций, в том числе очень заметными среди них стали враждебные поглощения. С учетом смягчения антимонопольного законодательства активизировались горизонтальные слияния. Так, случаи горизонтальных слияний можно найти, например, в авиации: компания Northwest в 1986 году поглотила фирму Republic.

Сейчас слияния с образованием конгломератов наименее популярны. Однако среди компаний, акции которых в настоящее время обращаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, сорок компаний официально классифицированы как конгломераты. В их число входят и такие хорошо известные компании, как "General Electric", американские конгломераты "Textron Inc" и "United Technologies Corp", британский "Hanson", голландский "Philips Electronics", итальянский "Montedison" и т.д. Но все эти конгломераты переориентировали свою деятельность на те сегменты, в которых они лидируют. В настоящее время они приобретают компании в ключевых сферах бизнеса и продают все неключевые активы.

В девяностые годы одной из причин слияний стало стремление обеспечить финансовую стабильность в условиях меняющихся рынков. На Западе в результате жесткой конкуренции и неопределенности внешней среды стал популярным горизонтальный тип слияния. Так, в сталелитейной промышленности, например, вследствие избытка предложения произошло сокращение количества предприятий отрасли. То же самое можно сказать и о компаниях, предоставляющих услуги по доступу в Интернет. В этой отрасли неопределенность ситуации привела к слиянию фирм America Online и CompuServe. В 1997-98 годах бум слияний охватил, прежде всего, финансовые институты.

## Мотивация и цели предприятий в сделках слияния и поглощения

Основная причина сделок, где компании используют механизмы слияния и поглощения - это конкуренция, которая вынуждает активно искать инвестиционные возможности, эффективно использовать все финансовые ресурсы, снижать издержки и искать стратегии противодействия конкурентам. Расширяя свои возможности, компании создают стратегии диверсификации и реструктуризации. С данной точки зрения, сделки относительно корпоративного контроля:

являются естественной реакцией на изменяющиеся рынки;

нужны всем компаниям для постоянного приспособления к изменяющейся экономике.

Слияния и поглощения расширяют возможности компаний. Менеджеры компаний обычно рассматривают внутренние и внешние инвестиционные возможности. Внутренние инвестиции касаются реорганизаций и инвестиций в саму компанию, внешние проекты связаны с приобретением новых активов и проектов. Компаниям следует рассматривать еще один круг возможностей, предполагающий взаимодействие с другими игроками рынка, и самим постоянно искать такие возможности, сопоставляя потенциал внутреннего роста и слияний.

Необходимо, чтобы варианты реструктуризации постоянно рассматривались и были в арсенале каждого корпоративного менеджера, так как Россия переживает уже вторую волну слияний и поглощений в последние годы. Первая волна была создана долговым кризисом 1998 г., девальвацией, удешевлением активов и переключением спроса на внутреннее потребление. Вторая волна вызвана высокими ценами на нефть, большими доходами от экспорта. Компании, особенно экспортного сектора, создали значительные наличные финансовые резервы и стремятся вложить их в другие отрасли. Очевидно, что российским компаниям не удастся избежать тенденции к укрупнению капитала, если они хотят быть конкурентоспособными как на локальном, так и на международном уровне. Именно поэтому сейчас небезынтересно обратиться к уже имеющемуся опыту, как ошибок, так и успехов.

Основной причиной слияний и поглощений всегда выступает конкурентная среда, а точнее - изменения, которые она вносит в технологии, организацию отраслей. Развитие экономики выражается в ее глобализации, диверсификации, технологическом прогрессе, либерализации рынков. Каждый этот фактор отдельно и в сочетании с другими вызывает необходимость пересмотра прогнозов и переоценки активов всеми компаниями.

Все четыре известные волны слияний и поглощений в мире связаны, так или иначе, с указанными факторами. Пики сделок слияния и поглощения приходятся на периоды структурных изменений, промышленных кризисов и подъемов, инфляции, технологических революций, когда происходит существенная организационная перестройка экономики и переоценка ее активов. Если проследить сделки приобретений и установления контроля по отраслям, то можно найти прямое соответствие указанных факторов числа и сделок слияния и поглощения, как в России, так и за рубежом. Сделки имеют различные цели и форму, но обязательно включают изменение собственника или структуры капитала.

Количество слияний и поглощений во всем мире растет. Последствия глобализации вынуждают компании укрупнять капитал ради более эффективного его использования. Но, несмотря на то, что слияния и поглощения являются распространенными сделками, проблема их эффективности стоит достаточно остро. Вот что показывают часто цитируемые результаты исследований:

61% слияний не окупает вложенных в них средств;

57% объединившихся компаний отстают в своем развитии от других субъектов рынка1.