

**АКАДЕМИЯ НАУК РЕСПУБЛИКИ ТАТАРСТАН
ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНЫХ И ЭКОНОМИЧЕСКИХ
ИССЛЕДОВАНИЙ
МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
КАЗАНСКИЙ (ПРИВОЛЖСКИЙ) ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ**

На правах рукописи

Зайнуллина Миляуша Рашитовна

МЕНЕДЖМЕНТ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Издательство «Артифакт»

Казань – 2012

УДК 316.728-057.75:316.334.52(470.41)

ББК 60.542.18(2Рос.Тат)

X15

Рецензенты:

Сафиуллин Марат Рашитович, проректор по вопросам экономического и стратегического развития К(П)ФУ, директор ГБУ ЦПЭИ АН РТ, д.э.н. проф.

Булатов Айдар Нафисович, директор ООО «УК «Булатов Групп», д.э.н.

X15 **Зайнуллина М.Р.**, старший преподаватель кафедры общего менеджмента ИУТР К(П)ФУ, заведующий отделом микро и мезоисследований ГБУ ЦПЭИ АН РТ
Менеджмент слияний и поглощений Монография. Казань: Изд-во, 2012. – 199с.

ISBN 978-5-905089-05-3

В монографии представлена системная классификация мотивов слияний и поглощений, дан анализ понятий слияний и поглощений, выявлены особенности слияний и поглощений за рубежом и в российской практике, представлена концепция формирования слияний и поглощений компаний, разработаны методы оценки экономической эффективности слияний и поглощений

ISBN 978-5-905089-05-3

© Академия наук Республики
Татарстан, 2012

© Центр перспективных
экономических исследований, 2012

© Издательство «Артифакт»
(оформление), 2012

ОГЛАВЛЕНИЕ	Стр.
Введение	4
Преамбула	8
1. Теоретические основы слияний и поглощений предприятий	10
1.1. Классификация мотивов слияний и поглощений	10
1.2. Содержание основных понятий слияний и поглощений	25
1.3. Методы объединения при слияниях и поглощениях	36
1.4. Оценка эффективности слияний и поглощений предприятий	52
2. Современные проблемы слияний и поглощений	69
2.1. Тенденции объединений предприятий за рубежом	69
2.2. Специфика развития слияний и поглощений в Российской Федерации	82
3. Модель экономической оценки эффективности слияний и поглощений предприятий	109
3.1. Предлагаемая концепция формирования слияний и поглощений компаний	109
3.2. Предлагаемые методы оценки экономической эффективности слияний и поглощений	124
3.3. Результаты апробации разработок на примере предприятий сахарной промышленности Республики Татарстан	140
Заключение	153
Литература	161
Приложения	169

Введение

Актуальность темы исследования. Пережив с начала XX в. пять волн слияний и поглощений, мировая экономика в конце второго тысячелетия подошла к новому рубежу, который ознаменовался появлением супергигантов. Основные составляющие развития крупных компаний в 80-е гг. – экономия, гибкость и маневренность – во второй половине 90-х гг. дополнились усиленной ориентацией на экспансию и рост, поскольку большинство существующих рыночных ниш практически уже освоены. Крупные компании стремятся изыскивать дополнительные источники расширения и повышения эффективности своей деятельности, одним из наиболее действенных способов является слияние и поглощение компаний. В этой ситуации краеугольным становится вопрос о методах завоевания новых рынков. Наряду с возможностью развития собственного бизнеса, приобретение уже действующего является весьма привлекательным.

Опыт развитых стран показал, что на современном рынке паритетно конкурировать могут, как правило, только крупные компании. Эта проблема является ключевой для развития промышленности Российской Федерации, актуализирующегося планируемым в скором времени вхождением в ВТО. Резервы восстановительного роста после кризиса 1998 г. практически исчерпаны. Диверсификация, концентрация и специализация на основе интегративного роста становятся практически основными альтернативами стратегии перспективного развития промышленных предприятий.

В зарубежной науке и практике уделяется большое внимание проблемам слияний и поглощений, в то время как в отечественной теории этим вопросам незаслуженно уделено недостаточное внимание. Малоизученными остаются многие вопросы, касающиеся форм и методов слияний и поглощений, методов оценки экономической эффективности, оптимального управления процессом объединения, отраслевые особенности слияний и поглощений. Все это послужило причиной выбора направления исследования.

Состояние изученности проблемы. Начало исследования проблем объединения предприятий представлено в трудах основоположников экономической науки: Маршалла, К. Маркса, М. Портера, П. Самуэльсона. В современной западной науке наиболее полно она рассмотрена в трудах Э. Чемберлина, Г. Вёйе, У. Дёринга, Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу, Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп, Т. Гранди, Динэ Грейм, А. Гохан Патрик и др.

В отечественной экономической науке проблемой слияний и поглощений эффективно занимаются А. Маршак, А. Молотников, А. Радыгин, Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Ю.В. Игнатишин, С. В. Валадайцев, Ионцев М.Г. , Борисов Ю.Д. и др.

Высока активность и региональных исследователей. Ряд аспектов проблемы слияний и поглощений и эффективности объединения предприятий освещается в трудах: М.Р. Сафиуллина, Ш.М. Валитова, Б.А. Чуба, Э.А. Гурьяновой, Е.Н.Кулик, А.Н. Булатова, С.А. Мещеряковой, Э.Р. Ахметзяновой, М.Ф.Тазетдинова.

Целью работы является разработка методических основ эффективного управления процессами слияний и поглощений предприятий и формирования надлежащего инструментария оценки их экономической эффективности.

В соответствии с целью были поставлены следующие задачи исследования:

1. Систематизировать мотивы слияний и поглощений предприятий.
2. Изучить понятийный аппарат слияний и поглощений.
3. Исследовать способы слияний и поглощений.
4. Систематизировать преимущества и недостатки ныне применяемых методов оценки эффективности слияний и поглощений.
5. Проанализировать основные тенденции слияний и поглощений за рубежом.
6. Раскрыть основные проблемы развития слияний и поглощений в Российской Федерации.

7. Разработать и обосновать новую концепцию процесса объединения предприятий.

8. Сформировать адекватные методические инструменты для концепции процесса объединения предприятий.

9. Апробировать концепцию процесса объединения предприятий и методический инструментарий на примере сахарной промышленности Республики Татарстан.

Для реализации поставленных задач была разработана следующая концепция исследования (см. рис. 1.1.).

Предметом исследования является совокупность организационно-экономических отношений и механизмов управления процессами слияний и поглощений. Объектом исследования является деятельность предприятий промышленных групп Российской Федерации и Республики Татарстан.

Методологические основы исследования. Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых, источники энциклопедического характера по вопросам экономики, управления и разработки стратегий, периодическая литература.

Информационной базой исследования послужили проекты реформирования, стратегии, годовые отчеты и финансовые отчеты предприятий, внутренние данные финансово-экономических, сбытовых, производственных служб российских предприятий по производству сахара, а также ресурсы глобальной информационной системы Интернет и независимые статистические источники, опубликованные в периодической печати. Используются законодательные и нормативные акты, регулирующие антимонопольные отношения на территории Российской Федерации и Республики Татарстан.

Поставленные задачи решались с использованием следующих методов научных исследований: абстрактно-логического, монографического,

статистического, балансовых, экономико-математических, а также графических методов экономического анализа.

Научная новизна работы заключается в следующем:

- Уточнено понятие слияний и поглощений. Показана привязка данного термина к законодательству страны.

- Выявлены тенденции развития слияний и поглощений за рубежом, в Российской Федерации на основе качественных и количественных показателей.

- Адаптирован при помощи ряда критериев (отраслевой принадлежности, вида технологии, степени концентрации отрасли, уровня конкурентоспособности) метод «дерево целей» для обоснования выбора оптимальной стратегии горизонтальной интеграции.

- На основе средств экономико-статистического анализа разработаны методические инструменты обоснования пороговых значений параметров экономической эффективности объединения предприятий.

- Разработан новый метод оценки экономической эффективности объединения предприятий на основе трендового прогнозирования потенциальной рыночной стоимости промышленных предприятий.

- Предложен метод обоснования оптимального периода разработки прогнозов для оценки эффектов объединения предприятий.

Структура и объем работы. Монография состоит из введения, трех глав, включающих 9 параграфов, заключения, списка использованной литературы и 16 приложений. Цифровой и графический материал представлен в 30 таблицах, 9 рисунках и 15 приложениях.

Преамбула

Мощные многоотраслевые транснациональные корпорации, составляющие остов современной мировой экономики, контролируют около половины мирового промышленного производства. Внутри них не действуют законы рынка, это зона «плановой» экономики со всеми ее преимуществами и известными недостатками. Поэтому им постоянно необходима «питательная среда» в форме среднего и малого бизнеса, из которого они черпают предпринимательскую энергию.

Как слияние, так и поглощение обеспечивают снижение числа обслуживающих подразделений с одинаковыми функциями, а также транзакционных и, что особенно важно на современном этапе, информационных издержек, включающих издержки на осуществление инноваций, управление и т.д. Оба процесса, безусловно, позволяют улучшить положение объединившихся компаний на рынке, обеспечивая им конкурентные преимущества, которые в современных условиях имеет более крупная организация.

Наше исследование посвящено крупным интегрированным структурам, поэтому хотелось бы показать его последовательность (рис. 1.1.).

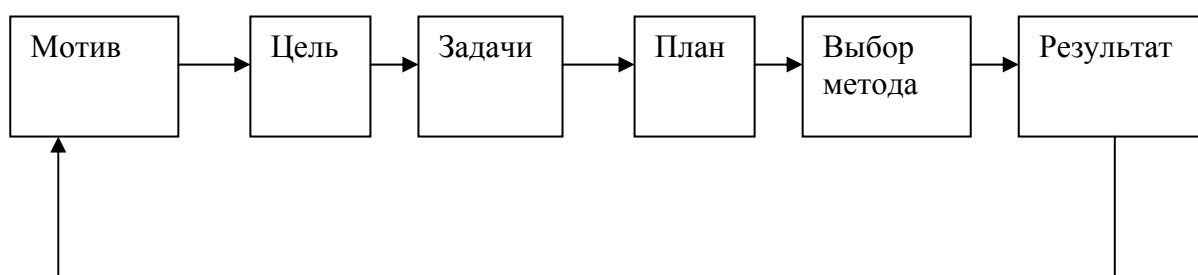


Рис.1.1. Основные этапы исследования процессов слияний и поглощений

Для начала отметим, почему многие компании избрали процесс слияний и поглощений в качестве способа развития - какие эффекты получают предприятия, объединяясь, какие причины лежат в основе слияния, что положительного приобретает предприятие, которое интегрируется. Основная классификация мотивов изложена в первом параграфе первой главы. Во второй главе мы использовали эту классификацию как инструмент анализа практики.

После того как руководство предприятия осознает, что необходимо объединиться, или складываются объективные предпосылки для слияния, разрабатывается цель. Целевая установка позволяет понять, будет объединение стратегическим или тактическим. Эти вопросы раскрываются в первом параграфе первой главы. В первом параграфе третьей главы дается разграничение стратегических и финансовых инвесторов при планировании объединения.

После постановки цели очерчиваются задачи: какой вид интеграции следует избрать предприятию, какие характеристики должно иметь предприятие-цель, с помощью каких методов провести слияние, каким образом провести интеграцию эффективно, используя минимальное количество средств. Данные вопросы освещаются в третьем и четвертом параграфах первой главы и первом параграфе третьей главы.

Как только определяются задачи, можно выстраивать план объединения для организации. Здесь закладываются следующие параметры: поиск вариантов кандидатов на покупку, оценка кандидатов, выбор формы объединения, реализация самого объединения, и, наконец, интеграция после слияния. Первый параграф третьей главы посвящен построению плана интеграции.

Одним из элементов плана является выбор метода объединения. Способы интеграции нашли свое отражение в третьем параграфе первой главы. Мы прогнозируем эффекты при выборе метода. Кроме того, оцениваем плюсы и минусы методов. Во второй главе работы показано, какие из наиболее популярных методов объединения используются.

Наконец, оценка эффективности интегрированных предприятий и тех, которые планируют интеграцию (четвертый параграф первой главы). Во второй главе показано, какие методы оценки в основном используются за рубежом, в Российской Федерации. В третьей главе представлен метод оценки интеграции и пример расчета интеграции по предлагаемой методике.

1. Теоретические основы слияний и поглощений предприятий

В первом параграфе представлены основные мотивы, лежащие в основе объединения; показано, какие эффекты получает предприятие при слиянии.

Во втором параграфе исследуется сущность понятия «слияния и поглощения», представлена авторская позиция в определении этого понятия.

В третьем параграфе представлены существующие методы объединения, дается ответ на вопрос, есть ли связь между мотивами объединения и способами объединения.

В завершение первой главы представлены методы оценки эффективности интеграции, исследована возможность оценки рациональности и эффективности объединения.

1.1. Классификация мотивов слияний и поглощений

Предприятия и организации объединяются не случайно, в основе их действий лежат определенные мотивы. В данном параграфе системно представлены данные цели и обоснована приведенная классификация.

При объединении предприятий преследуются разнообразные цели. На наш взгляд, совокупность мотивов объединения необходимо разделить на три большие группы. Целесообразность такой классификации заключается в том, что в зависимости от целей, преследуемых предприятием, различаются вид и методы интеграции. Если предприятие преследует стратегические цели, то, как правило, в зависимости от рода своей деятельности оно изберет горизонтальную, вертикальную или конгломеративную интеграцию. Если преследуются корпоративные цели, то способ интеграции может отойти на второй план и механизмы объединения избираются посредством компромисса между собственниками и менеджерами. Иногда такие объединения не имеют экономического обоснования, что приводит к стихийному характеру данного процесса. Цели функционального уровня отражают, как правило,

необходимость объединения предприятий в жесткой конкурентной борьбе. Такие цели также не обосновывают стратегический характер развития предприятия. Они могут иметь непостоянный характер, и используются для удовлетворения насущных потребностей предприятия. Во второй главе мы покажем, какие цели в основном преследуются предприятиями за рубежом, в Российской Федерации для выявления специфики интеграционных процессов. Перейдем к изложению данных мотивов¹:

1. Стратегические цели предприятий.
2. Корпоративные цели.
3. Цели на уровне функциональных областей предприятия.

Стратегические цели отражают более глобальные цели предприятия:

1. Защитные цели;
2. Инвестиционные цели;
3. Информационные цели;
4. Получение синергетических выгод;
5. Повышение качества управления;
6. Налоговые мотивы;
7. Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения.

Защитные цели² компании выражаются в возможности ее роста за счет: приобретений в своем или другом секторе, приобретения дополняющих

¹ Сформулировано нами на основе: Тренев Н.Н. Концепция повышения конкурентоспособности электротехнической продукции путем объединения предприятий электротехнической продукции / Н.Н. Тренев //Маркетинг в России и за рубежом. - 2001. - №3(23).; Полонский Интеграция производства и инвестирования/ Полонский, Марковский //Экономист. - 1997. - №10. ; Гютер Вёие Введение в общую экономику и организацию производства. ЧастьI. / Гютер Вёие, Ульрих Дёринг. - Красноярск 1995. ; Клейнер Г.Б. Структурно-интеграционные процессы в экономике: принципы формирования и возможности финансово-промышленных групп/ Г.Б. Клейнер, Н.Б. Нагрудная //Экономика и математические методы. - 1995. - Том 31, вып. 2.; Маршак А. Слияния и Поглощения/ А. Маршак//bkg.ru.; Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений/ С.В. Савчук //Менеджмент в России и за рубежом. - 2002. - №5.; Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. - М: Финансы и статистика, 2000; Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. - М.:Альпина Паблишер, 2004; Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова //Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1.; Маркова В. Д. Стратегический менеджмент / В. Д. Маркова, С. А Кузнецова. - М.:ИНФРА □ М; Новосибирск: Сибирское соглашение, 2002; Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе/ А. Радыгин //http://www.antax.ru/doc/articles.htm.

² Маршак А.Эффективные слияния и поглощения/ А Маршак. //http://www.bkg.ru.

активов; усиления позиции на рынке через слияния; избавления от конкурентов - путем их покупки и захвата их доли рынка.

Инвестиционные цели¹. Компании, их менеджеры и инвесторы могут преследовать следующие цели: размещать свободные средства; участвовать в прибыльном бизнесе; скупать недооцененные активы; использовать управленческие навыки; инвестировать излишки наличности; приобрести антициклические или балансирующие активы для портфеля.

Информационные цели². Слияния и поглощения могут улучшить информированность компании: о технологиях и затратах поставщиков (пример: покупка IBM нескольких производителей микропроцессоров); о предпочтениях потребителей их продукции. При этом не обязательно покупать поставщика или дилера, обеспечивающего 100% потребности в данных услугах для компании. Например, многие оптовые компании на фармацевтическом рынке имеют несколько аптек для изучения потребительского спроса и его динамики.

Получение синергетического эффекта³. Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, т. е. взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат, которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний. Синергетический эффект в данном случае может возникнуть благодаря: экономии, обусловленной масштабами деятельности; комбинированию взаимодополняющих ресурсов; финансовой экономии за счет снижения транзакционных издержек; возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии); взаимодополняемости в области НИОКР.

Повышение качества управления.⁴ Слияния и поглощения компаний могут иметь целью достижение дифференцированной эффективности,

¹ Маршак А. Эффективные слияния и поглощения / А Маршак. // <http://www.bkg.ru>.

² Там же.

³ Там же.

⁴ Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1.

означающей, что управление активами одной из фирм было неэффективным, а после слияния активы корпорации станут более эффективно управляемыми.

При желании всегда можно найти компании, в которых возможности снижения затрат и повышения объемов продаж и прибыли остаются не до конца использованными; компании, страдающие от недостатка таланта или мотивации руководителей, т. е. имеющие неэффективный аппарат управления. Такие компании становятся естественными кандидатами на поглощение со стороны фирм, имеющих более эффективные системы управления. В некоторых случаях «более эффективное управление» может означать просто необходимость болезненного сокращения персонала или реорганизации деятельности компании.

Налоговые мотивы¹. Действующее налоговое законодательство порой стимулирует слияния и поглощения, результатами которых является снижение налогов или получение налоговых льгот. Например, высокоприбыльная фирма, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом.

Компания может располагать потенциальной возможностью экономить на налоговых платежах в бюджет благодаря налоговым льготам, но уровень ее прибылей недостаточен, чтобы реально воспользоваться этим преимуществом.

Иногда после банкротства и соответствующей реорганизации компания может воспользоваться правом переноса понесенных ею убытков на облагаемую налогом прибыль будущих периодов. Правда, например, слияния, предпринятые исключительно ради этих целей, Налоговая служба США, расценивает как сомнительные, и применительно к ним принцип переноса убытков может быть отменен.

Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения². Зачастую проще купить действующее предприятие, чем создать новое. Это

¹ Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1.

² Там же.

целесообразно тогда, когда рыночная оценка имущественного комплекса целевой компании (компания-мишени) значительно меньше стоимости замены ее активов.

Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения возникает из-за несовпадения рыночной и балансовой стоимости приобретаемой фирмы. Рыночная стоимость фирмы базируется на ее способности приносить доходы, чем и определяется экономическая ценность ее активов. Если говорить о справедливой оценке, то именно рыночная, а не балансовая стоимость будет отражать экономическую ценность ее активов, а, как показывает практика, рыночная стоимость часто оказывается меньше балансовой (инфляция, моральный и физический износ и т.п.).

Все перечисленные мотивы относятся к стратегическим, поскольку преследуют цели укрепления позиций компании, устойчивого развития предприятия, эффективного управления ресурсами.

Корпоративные цели удовлетворяются посредством компромисса между собственниками и менеджерами:

1. Цели акционеров;
2. «Теория гордыни»;
3. Реструктуризация и перераспределение ресурсов;
4. Роль информации;
5. Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств;
6. Традиционные мотивы продавцов;
7. Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью.

Цели акционеров. Отдельные акционеры¹ могут иметь свои интересы и также использовать сделки слияния и поглощения для: создания партнерства или привлечения стратегического инвестора в свою компанию; выделения части бизнеса в отдельную бизнес-единицу или компанию; продажи части акций.

¹ Маршак А. Слияния и Поглощения/ А. Маршак//bkg.ru.

С конца 1980-х гг. широкую известность получила «теория гордыни»¹, согласно которой недостаточная основательность инвестиционных проектов предписывается чрезмерной склонности к риску и большим амбициям («гордыне») менеджеров, выступающих в качестве руководителей корпорации. Суть проблемы состоит в том, что во многих случаях предприниматель просто обнаруживает «гордыню», полагая, что может оценить потенциальную стоимость фирмы лучше, чем рынок. Инициатор поглощения исходит из предположения, согласно которому новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость фирмы.

Подобная стратегия чаще всего обречена на неуспех тогда, когда можно считать обоснованной гипотезу относительно информационной эффективности финансового рынка в ценах акций и облигаций, выпущенных фирмой X, в этом случае учтена (воплощена) вся наличная информация о фирме. Единственный шанс покупателю может предоставить лишь какой-нибудь совершенно непредвиденный поворот в развитии событий. Однако сами предпосылки, из которых исходит гипотеза информационной эффективности финансовых рынков, вряд ли можно считать абсолютно реалистичными. Инвесторы сталкиваются с различными барьерами на пути информационных потоков, с существенными трансакционными и информационными издержками, с прочими «несовершенствами» финансовых рынков. Хорошо известны и ситуации «подавленного» состояния рынков ценных бумаг, когда под действием временных конъюнктурных факторов q-коэффициент Тобина (коэффициент, характеризующий соотношение между рыночной стоимостью ценных бумаг, эмитированных компанией, и восстановительной стоимостью ее реальных активов) достигает весьма низкого уровня. Все это может порождать ситуации, когда решение о покупке фирмы свидетельствует, скорее, о трезвом расчете, чем о чрезмерной гордыне инвестора.

¹ Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе/ А. Радыгин //http://www.antax.ru/doc/articles.htm.

Реструктуризация и перераспределение ресурсов.¹ Реструктуризация хозяйственных операций в результате перехвата корпоративного контроля может сопровождаться перераспределением ресурсов между основными участниками хозяйственных операций, осуществляемых корпорацией, - владельцами фирмы, менеджерами, кредиторами, рабочими и др. Обычно это связано с ликвидацией прямых последствий неэффективного управления и может сопровождаться отказом от невыгодных контрактов, обменом ранее выпущенных облигаций, требующих больших процентных выплат, на акции, увольнениями и привлечением новых наемных работников на более выгодных для фирмы условиях. Перераспределение средств в пользу акционеров будет означать, по крайней мере, некоторое ограничение монополистической практики на рынках факторов производства, но вместе с тем может характеризоваться и усилением монополистических тенденций на тех же рынках.

Роль информации, сигнализирования и обеспечения ликвидности.² Предполагается, что цены акций не содержат исчерпывающей информации о компании-цели, и соответственно тендерное предложение может служить сигналом для повышения рыночной стоимости фирмы. Само предложение пробуждает интерес потенциальных инвесторов к фирме, кажущейся недооцененной. Владение акциями такой фирмы часто сравнивают с владением шахтой, содержащей золото. Сама структура финансирования инвестиций может интерпретироваться как сигнал на рынке капитала. Так, решение компании X прибегнуть к дополнительной эмиссии облигаций может быть истолковано как свидетельство высокой кредитоспособности фирмы, что, в свою очередь, может повысить ее привлекательность в качестве объекта поглощения.

К указанным концепциям примыкают и современные теории корпоративного управления. Материальные стимулы, побуждающие владельцев акций к более или менее активному мониторингу, ставятся в

¹ Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе/ А. Радыгин //http://www.antax.ru/doc/articles.htm.

² Там же.

зависимость от ликвидности рынка соответствующих акций. Сама ликвидность акций заставляет их владельцев уделять гораздо больше внимания вопросам возможного перехвата акционерного контроля. Например, П. Болтон и Е.-Л. фон Тадден в своей модели исходят из наличия следующего конфликта: чем прочнее контроль владельцев стратегического пакета над корпорацией, тем сильнее их заинтересованность в проведении тщательного мониторинга за решениями управленческого персонала. В то же время спрос инвесторов на ликвидные вложения удовлетворяется в наименьшей степени. Именно реструктуризация компании и рынок слияний и поглощений - главные факторы, позволяющие поддерживать необходимую ликвидность фондового рынка и удовлетворять соответствующий спрос со стороны инвесторов. Эта концепция особенно отчетливо отражает формирование в развитых странах новых рынков, объектом торговли на которых оказываются не только отдельные фирмы, но и предприятия, хозяйственные подразделения, цеха и т.п.

Возрастающий интерес вызывает относительно новая теория корпоративных слияний - теория агентских издержек свободных потоков денежных средств¹. Эта теория была окончательно сформулирована в 1986 г. профессором Гарвардского университета Майклом Дженсенем. Используя свою (разработанную совместно с Меклингом) агентскую теорию, Дженсен предложил оригинальный, абсолютно отличный от уже существовавшего синергетического, подход к объяснению слияний. В рамках его теории корпоративные менеджеры - это агенты акционеров, а подобные агентские взаимоотношения, считает Дженсен, всегда чреватые конфликтом интересов. Источники конфликтных ситуаций - это выплаты денежных средств акционерам, одна из ключевых проблем, которая долгое время не привлекала внимания финансовых практиков и теоретиков. Подобные выплаты денежных средств акционерам в виде дивидендов, возврата капитала акционерам, направленных выкупов акций и т.п. уменьшают объем подконтрольной

¹ Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000.

менеджменту ресурсной базы корпорации и, таким образом, снижают гибкость в управлении финансовыми ресурсами. Это создает определенные трудности и проблемы для менеджмента корпорации и возрастает вероятность того, что менеджменту придется проводить мониторинг рынка капитала с целью получения ресурсов для финансирования новых инвестиционных проектов. Использование же внутренних резервов, в частности, например, за счет снижения или прекращения дивидендных выплат, для финансирования проектов позволяет менеджменту корпорации избежать подобного мониторинга и снизить вероятность того, что необходимые финансовые ресурсы окажутся недоступными или что их привлечение будет связано со слишком большими издержками.

Традиционные мотивы продавцов¹: личное желание продать бизнес из-за возраста, слабого здоровья, семейных проблем или усталости; потребности владельцев, связанные с имущественным планированием; отсутствие преемника, в том числе конфликты среди членов семьи и владельцев, либо потеря ключевых персон; потребность в дополнительном капитале для финансирования роста; слабая либо снижающаяся эффективность деятельности или растущие финансовые затруднения; наличие стратегических недостатков, которые не могут быть преодолены независимым бизнесом; рыночные или отраслевые условия, создающие высокую цену продажи.

Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью² (продажа «вразброс»). Иначе этот мотив можно сформулировать следующим образом: возможность «дешево купить и дорого продать». Нередко ликвидационная стоимость компании выше ее текущей рыночной стоимости. В этом случае фирма, даже при условии приобретения ее по цене несколько выше текущей рыночной стоимости, в дальнейшем может быть продана «вразброс», по частям, с получением продавцом значительного дохода (если активы фирмы могут быть использованы более эффективно при их продаже по частям другим

¹ Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.:Альпина Паблишер, 2004.

² Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова //Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1.

компаниям, имеет место подобие синергии и синергетического эффекта). В целом если придерживаться точки зрения целесообразности, то ликвидация должна иметь место тогда, когда экономические приобретения перевешивают экономические потери.

Данные цели мы отнесли к корпоративным, так как интеграция обусловлена интересами акционеров и менеджеров. Цели укрепления и устойчивого развития могут не учитываться.

Цели на уровне функциональных областей предполагают взаимодополнения ресурсов:

1. Возможности операционной синергии;
2. Цели материально-технического снабжения;
3. Цели в производственной сфере;
4. Цели в области финансирования;
5. Цели в области сбыта.

Операционные синергии¹: получение корпорацией-покупателем операционных синергий может быть результатом воздействия следующих факторов:

Экономия операционных издержек (эффект агломерации). В результате слияния на свет появляется более крупная корпорация, которая может использовать определенные преимущества, возникшие в результате увеличения ее размеров. Одно из главных преимуществ при этом - экономия операционных издержек, обусловленная масштабами деятельности (как правило, именно эту цель преследуют корпорации в горизонтальных и вертикальных слияниях). Возникшая в результате слияния новая корпорация может добиться серьезного сокращения административных, маркетинговых и многих других операционных издержек.

Закон кривой опыта или кривой обучения гласит, что «издержки на единицу продукции при получении добавленной стоимости применительно к

¹ Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000.

стандартному товару, измеренные в постоянных денежных единицах, уменьшаются на фиксированный процент при каждом удвоении объема продукции». Эмпирические данные показывают, что темп снижения издержек на единицу товара составляет для корпораций автомобильной промышленности 12%, сталелитейных и самолетостроительных корпораций - 20%, а для корпораций, специализирующихся на производстве полупроводников, - 40%.

Помимо значительного снижения операционных издержек, корпорация-покупатель может получить значительное повышение квалификации персонала компании, централизацию ее бухгалтерского учета, финансового менеджмента и финансового контроля. Все это приведет к повышению общего уровня стратегического управления корпорацией.

Экономия затрат на проведение научно-исследовательских работ¹. Корпорация-покупатель может использовать научно-исследовательские центры приобретенной корпорации, а также ее работников для разработки и внедрения на рынок новых продуктов, товаров или услуг. Естественно, в этом случае корпорация-покупатель существенно сокращает издержки, связанные с подобной деятельностью.

Эффект комбинирования взаимодополняющих ресурсов². Небольшие корпорации достаточно часто производят продукцию, в которой нуждаются более крупные корпорации или корпорации, которые хотели бы расширить свой производственный ассортимент за счет этой продукции, но создание аналогичных собственных производств было бы для подобных корпораций экономически невыгодным проектом. С другой стороны, небольшие корпорации часто сталкиваются с проблемой нехватки финансовых ресурсов для финансирования своих новых и уже существующих проектов. Таким образом, небольшие корпорации и их «старшие братья» обладают взаимодополняющими ресурсами. При слиянии таких корпораций выигрывают все, так как небольшая корпорация получает доступ к финансовым ресурсам, а

¹ Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000.

² Там же.

крупная - нужный ей продукт, причем по цене, намного более низкой, чем ей мог бы предложить рынок или чем затраты на создание собственного специального производства. Корпорация-покупатель, используя слияние, может также значительно расширить свой производственный цикл.

Увеличение размеров рыночной ниши корпорации (гипотеза увеличения монополистической мощи корпорации). Широко известно утверждение: что очень хорошо для одной корпорации - то плохо для рынка в целом. Естественно, захват большего «куска» рынка при помощи проведения горизонтального либо вертикального слияния, на котором работает корпорация-покупатель, повлечет за собой значительное сокращение конкуренции на этом сегменте, и это сокращение будет выгодным только для нашей новой корпорации. Именно поэтому во многих странах мира в последние несколько десятилетий ведется борьба против слияний, «ограничивающих конкуренцию».

Цели материально-технического снабжения¹. Объединения, инициатива создания которых исходит из сектора материально-технического снабжения, могут ставить своей целью добиться путем совместных закупок улучшения положения предприятий на рынке по отношению к сильным поставщикам, а, следовательно, и достижения более благоприятных условий (поставок, платежей, сроков). Также вследствие совместных закупок больших объемов товаров можно добиться благоприятных закупочных цен для объединенных предприятий (скидка с цены для крупного покупателя). Примером служит образование закупочных коопераций, объединений оптовых и розничных торговых предприятий, торгово-закупочных синдикатов и т.д.

Наряду с желанием достичь выгодных закупочных цен, мотивом для объединения промышленных предприятий с предприятиями добывающей промышленности может быть снижение риска посредством надежности снабжения сырьем в качественном и количественном отношении.

¹ Гютер Вёие Введение в общую экономику и организацию производства. Часть I. / Гютер Вёие, Ульрих Дёринг. - Красноярск 1995.

Это необходимо, прежде всего, в тех отраслях, которые находятся в зависимости от посторонних поставщиков. Типичный пример - автомобильная промышленность, в которой несвоевременная поставка комплектующих деталей может привести к значительным помехам в производстве и к несоблюдению сроков изготовления. Участие посредством капиталовложений в важнейших предприятиях-поставщиках или их полная интеграция могут значительно снизить этот риск.

В рамках объединенных предприятий облегчается и привлечение рабочей силы, например, через расширение внутривыпускного рынка труда или через подготовку молодых кадров управления в производственном руководстве зависимых предприятий.

Цели в производственной сфере¹. В сфере производства объединение предприятий преследует целью улучшение производственных отношений (создание предприятий оптимальной величины, использование снижения себестоимости единицы продукции при увеличении объема партии выпускаемой продукции, равномерная загрузка имеющихся в наличии мощностей). Мерами для этого служат, с одной стороны, стандартизация (определение размеров, формы и качества отдельных частей) и типизация (унификация формы исполнения конечной продукции), которые могут привести к уменьшению расходов за счет выпуска больших серий (например, передача одному предприятию изготовления отдельных частей или типов того вида продукции, который до объединения производился всеми предприятиями), с другой стороны, дифференциация производственной программы путем освоения новых видов продукции (диверсификация) для снижения риска в производственном секторе благодаря лучшему использованию уже имеющихся сооружений.

Другими мерами служат также согласование производственной программы, совмещение производственных мощностей, обмен опытом,

¹ Гютер Вёие Введение в общую экономику и организацию производства. Часть I. / Гютер Вёие, Ульрих Дёринг. - Красноярск 1995.

создание общих направлений исследования, совместная реализация патентов и новых технологических методов и т. д.

Цели в области финансирования¹. Инвестиции и финансирование тоже дают импульсы к созданию объединенных предприятий. Так, например, запланированные инвестиционные объекты могут успешнее использоваться совместно, а особо крупные и капиталоемкие объекты (и, следовательно, по возможности рациональная технология производства) вообще могут быть освоены только после объединения мелких и средних предприятий в результате совместной мобилизации больших сумм капитала. Целью объединения предприятий могут быть также увеличение основы собственного капитала, расширение возможностей финансирования за счет привлечения средств со стороны, усиление кредитоспособности, повышение рентабельности или снижение риска путем инвестиций и облегчение других размещений капитала.

Для освоения международного рынка требуется, вследствие большего риска и длительных сроков платежей, особенно большой объем капитала, который зачастую может быть обеспечен только слиянием нескольких предприятий.

Наряду с этими аспектами именно при создании дочерних предприятий в зарубежных странах играет роль следующее: инвестиции часто допускаются только тогда, когда им самим или местным национальным предприятиям предоставляется право участвовать в зарубежных дочерних фирмах.

Другим мотивом объединения может служить совместное финансирование крупных проектов, намного превышающих финансовые возможности одного предприятия, например, в строительном деле (сооружение плотины, больших эстакад, олимпийских объектов) или в кредитовании (например, эмиссия ценных бумаг через консорциум банков).

¹ Гютер Вёие Введение в общую экономику и организацию производства. Часть I. / Гютер Вёие, Ульрих Дёринг. - Красноярск 1995.

Цели в области сбыта¹. Мотивом к слиянию в области сбыта часто является создание таких обществ, в которых рационально работают организации сбыта всех объединенных предприятий, что улучшает их позиции на рынке. Примером служат торговые синдикаты, которые, прежде всего, имеют целью препятствовать проведению самостоятельной политики цен отдельными предприятиями и в случае согласования в договоре производственной квоты следить за соблюдением этой квоты.

Но наиболее часто цель концентрации состоит в достижении экономической мощи (власти), создании господствующей позиции на рынке сбыта и в исключении конкуренции путем установления единых цен, единых условий сделки или определенных квот сбыта и, в конце концов, в установлении монопольного положения. Здесь отправным пунктом для объединения служит, в первую очередь, не повышение экономичности производства и реализации, а увеличение рентабельности с помощью экономической мощи (власти), причем иногда экономичность производства при возникновении сверхмощностей может снижаться.

Определенную роль может играть и снижение риска в результате обеспечения возможностей сбыта. Обострение конкуренции на рынках сбыта и грозящее в любое время снижение спроса из-за перемены привычек покупателя или в результате изменения соотношения доходов заставляют предприятия во все большем объеме уменьшать этот риск путем диверсификации, т. е. расширять ассортимент, внедряя новую продукцию на уже существующих или новых рынках. Наиболее целесообразный и, на основе имеющихся мощностей и возможностей финансирования, часто единственно возможный путь - это объединение с другими предприятиями, которые либо производят продукцию, связанную с собственной продукцией предприятия (горизонтальная диверсификация) или относящуюся к определенной стадии сбыта (до или после

¹ Гютер Вёие Введение в общую экономику и организацию производства. Часть I. / Гютер Вёие, Ульрих Дёринг. - Красноярск 1995.

размещения на складе - вертикальная диверсификация), либо производят товары-комплементарии (комплементарная диверсификация).

Цели на уровне функциональных областей характеризуются потребностью предприятия в средствах на совершенствование деятельности в области производства, финансов, маркетинга, НИОКР, экономии издержек. Для данной группы целей уровень иерархии определен как низший, поскольку для удовлетворения этих целей, кроме механизма интеграции, можно использовать и другие инструменты, такие как кредиты и займы, рационализаторские предложения, креативное мышление и т.д.

Разнообразие мотивов свидетельствует о сложности и неоднородности процессов объединения и определяет дальнейшее направление исследования в области понятийного аппарата и анализа практики.

1.2. Содержание основных понятий слияний и поглощений

Поскольку мотив побуждает к действию, следующим этапом будет исследование сущности явления. В данном параграфе будут рассмотрены такие категории, как слияние и поглощение.

Понятие слияние и поглощение определено достаточно разнонаправлено в литературе. Рассмотрим несколько точек зрения (приложение 1).

По мнению Дэвида Кэмпбела, Джорджа Стоунхауса, Билли Хьюстона¹: «Слияние. При добровольном слиянии акционеры компании объединяются на добровольной основе и делят ресурсы образовательной укрупненной компании, становясь акционерами новой организации. Поглощение. Поглощение – это «неравный брак», когда одна компания приобретает другую. При такой сделке акционеры поглощаемой компании не являются владельцами укрупненной организации. Акции малой компании скупаются более крупной компанией. Присоединение. Это еще один способ приобретения одной компанией другой с

¹ Дэвид Кэмпбел, Джордж Стоунхаус, Билл Хьюстон Стратегический менеджмент: Учебник / Пер. с англ. Н.И. Алмазовой. – М.: ООО «Издательство Проспект», 2003. - 336 с.

той лишь разницей, что приобретающая компания выступает в роли захватчика. В этом случае используется термин «принудительное поглощение». Поглощающая фирма становится юридическим лицом, а поглощаемая ликвидируется, передав первой все имущество, обязательства, долги. Независимо от того, какой тип укрупнения компании выбран, в результате появляется более крупная и финансово более мощная компания. Для описания этого механизма роста используется более общий термин «интеграция», или «объединение».

Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу¹ определяют следующее: «термин слияние имеет четкое юридическое определение и не имеет ничего общего с тем, как будет осуществляться управление объединенными компаниями после слияния. Слияние происходит, когда одна корпорация соединяется с другой и растворяется в ней. Корпоративное поглощение это процесс, предполагающий, что акции или активы корпорации становятся собственностью покупателя. Данная сделка может принять форму покупки акций или покупки активов. Поглощение это общий термин, используемый для описания передачи собственности. Слияние – более узкий технический термин для определенной юридической процедуры, которая может последовать, а может и не последовать за поглощением».

Отечественные авторы, а именно Валдайцев С.В.² считает что: «простым слиянием считается приобретение одной фирмой акций другой компании (и возможно, наоборот) в таком количестве, которое не дало бы покупателю акций контроля над предприятием, чьи акции приобретаются, но обеспечило бы степень влияния, достаточную для того, чтобы, с одной стороны, заинтересовать в максимизации прибыли предмета покупки, а с другой стороны, получить существенное влияние на его менеджмент. Сливающиеся фирмы при этом, само собой, остаются юридически самостоятельными компаниями с отдельными и не консолидируемыми друг в друга балансами.

¹ Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений / Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. – 958 с.

² Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.

Поглощения отличаются от слияний тем, что поглощающая фирма приобретает (зачастую по частям от многих сравнительно мелких акционеров) очевидно (при имеющемся распределении акций объекта поглощения) контрольный пакет поглощаемого предприятия. Если приобретается пакет, превышающий 75% обычных акций поглощаемой компании (дающий право на ее ликвидацию в результате голосования тремя четвертыми акций), то поглощение может привести к потере поглощаемым предприятием своей юридической самостоятельности и превращению его в подразделение (структурную единицу) поглощающей фирмы. Если же приобретается контрольный пакет, составляющий менее 75% обыкновенных акций, то поглощенная компания может не потерять своей юридической самостоятельности, но окажется выраженным дочерним предприятием (филиалом) поглощающей фирмы».

Что касается Рудык Н.Б., Семенковой Е.В.¹, то здесь эти термины рассмотрены через переход прав собственности: «в мировой практике принято определять поглощение как оплаченную сделку, в результате проведения которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики. В сделке принимают участие две стороны: корпорация-покупатель и корпорация-цель (продавец). Возможны следующие формы поглощений:

1. Корпорация-покупатель делает тендерное предложение (предложение выкупить 95-100% акций корпорации-цели) *менеджменту* корпорации-цели. Тогда такое поглощение называют «дружеским» поглощением (friendly takeover).

2. Корпорация-покупатель делает тендерное предложение *акционерам* корпорации-цели, минуя при этом ее менеджмент. Тогда такое поглощение называют «жестким» поглощением (hostile takeover).

¹ Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.

Термин «слияние» (merger) авторы будут употреблять, когда речь идет о дружеском поглощении, а не в смысле финансовой сделки, в результате которой происходит объединение двух или более корпораций в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся корпораций, сохранением состава собственников и их прав.

Иногда в литературе, посвященной рынку корпоративного контроля, можно встретить и иную классификацию, разделяющую все сделки корпоративного контроля на слияния (merger) и межфирменные тендерные предложения (interfirm tender offers или public tender offers]. Корпоративное слияние в этой классификации определяется как контракт, заключаемый между группами менеджмента корпорации-покупателя и корпорации-цели по поводу продажи последней. Если менеджерам корпорации-цели удастся получить одобрение контракта на продажу компании у совета директоров, то акционеры корпорации-цели полностью лишены возможности контролировать процесс сделки своими голосующими акциями. Таким образом, слияние - это прежде всего контракт между группами менеджеров двух компаний, условия которого вырабатываются в переговорном процессе без какого-либо участия акционеров корпорации-цели (хотя иногда одобрение контракта акционерами корпорации-цели и может понадобиться).

«Межфирменное тендерное предложение» в терминологии этой классификации - это контракт, заключаемый между менеджерами корпорации-покупателя и акционерами корпорации-цели по поводу выкупа акций последних. Тендерное предложение объявляется и исполняется независимо от отношения менеджмента корпорации-цели к сделанному его акционерам тендерному предложению. То есть теперь от сделки оказываются отстраненным менеджмент корпорации-цели.

Слияние отличается от межфирменного тендерного предложения тем, что при слиянии право принимать или отклонять предложение на покупку компании имеют менеджеры корпорации-цели, а в межфирменном тендерном предложении - акционеры корпорации-цели. Кроме этого, существует и еще

одно важное отличие слияния от межфирменного тендерного предложения, связанное с количеством акций, которые, в конечном счете, окажутся подконтрольными корпорации-покупателю. Как правило, после проведения слияния корпорация-покупатель получает контроль над всеми 100% обыкновенными голосующими акциями корпорации-цели, в то время как при межфирменном тендерном предложении ей чаще всего удается получить лишь контрольный пакет ее акций (>51 % всех обыкновенных голосующих акций корпорации - цели).

Тендерные предложения могут быть двух типов: условные и безусловные. Условное тендерное предложение корпорации-покупателя вступает в силу (исполняется) только тогда, когда на рынке можно выкупить точно определенное в этом тендерном предложении количество акций. Безусловное тендерное предложение действительно вне зависимости от количества акций, доступных для покупки корпорацией-покупателем. В свою очередь условные и безусловные тендерные предложения могут быть ограниченными и неограниченными. Делая неограниченное тендерное предложение, корпорация-покупатель априори обязуется выкупить любое количество акций корпорации-цели. В ограниченном тендерном предложении корпорация-покупатель устанавливает определенное пороговое значение количества акций, которые она обязуется выкупить в соответствии со сделанным тендерным предложением. Тендерное предложение, которое является безусловным и неограниченным, называют «что-нибудь или все» тендерным предложением».

Радыгин А.Д.¹ анализирует эти понятия через призму зарубежных и отечественных авторов и приходит к выводу, что эти термины привязаны к законодательству каждой страны:

«Наконец, необходима еще одна итерация, которая позволит дать

¹ Радыгин А.Д. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе Серия "Научные труды" № 43Р / Соавт.: Р. Энтов, Н. Шмелева. - М.: ИЭПП, 2002.

относительно строгие определения собственно «слияниям» и «поглощениям». Вместе с тем и здесь существует расхождение в определениях.

Традиционно «слиянием» считается любое объединение двух или более компаний в одну, при котором остальные участвующие в сделке компании прекращают свое существование.

Российское законодательство интерпретирует слияние как реорганизацию юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом, 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. Например, если компания А объединяется с компаниями В и С, то в результате на рынке может появиться новая компания D ($D=A+B+C$), а все остальные ликвидируются.

В зарубежной же практике под слиянием может пониматься также объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве этот случай попадает под термин «присоединение», подразумевающий, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей обществу, к которому они присоединяются ($A=A+B+C$).

Некоторые авторы под термином «слияние» подразумевают весь спектр сделок по слияниям и поглощениям (Беленькая. 2001). В качестве конкретных форм «слияния» укалываются:

- дружественное поглощение – компания-покупатель делает тендерное предложение о покупке 95-100% акций менеджменту компании-цели;

- «жесткое», недружественное, враждебное поглощение – компания-покупатель делает тендерное предложение непосредственно акционерам компании-цели» (минуя менеджмент) либо скупает крупные пакеты акций на вторичном рынке. При этом обычно приходится ограничиться контрольным или блокирующим пакетом (пример - скупка блокирующего пакета акций ГАЗа группой «Сибирский алюминий» у миноритарных акционеров);

- покупка всех или основных активов компании-цели» (без объединения). От компании-цели в этом случае остается лишь «оболочка» и денежные средства от продажи активов, Она может либо реинвестировать их в новый бизнес либо ликвидироваться. Приобрести интересующие компанию-покупателя активы часто легче, чем провести слияние, особенно, если их стоимость не подпадает под условие крупной сделки, утверждаемой решением общего собрания акционеров компании-цели, так как в этом случае можно ограничиться решением совета директоров. В случае же слияния необходимо согласие общего собрания акционеров обеих компаний. В качестве типичной процедуры для России можно привести скупку долгов, процедуру банкротства и изменение собственника компании-цели.

Существует и противоположный подход, когда все соответствующие операции объединяются под термином «поглощение». Как отмечается в (Чиркова, 1999), традиционно в литературе по корпоративным финансам выделяются три способа «поглощений»:

- добровольные слияние путем переговоров с руководством поглощаемой компании и последующей покупкой (обменом) акций;

- враждебный захват путем тендерного предложения на покупку акций непосредственно акционерам компании;

- получение контроля над советом директоров без покупки контрольной доли в акционерном капитале через голосование по доверенности.

В качестве синонимов «поглощения» в литературе часто используются более широкие термины: «приобретение» (в экономическом контексте – см. Хмьгз, 2002) или «присоединение» (в юридическом контексте, согласно

Гражданскому кодексу РФ). Поглощение определяется также как приобретение поглощающей фирмой контрольного пакета поглощаемой. Так как при этом фирмы продолжают оставаться формально самостоятельными юридическими лицами, слияния их организационных структур не происходит (Львов и др., 2000), Поглощение компании можно определить и как взятие одной компанией другой под свой контроль управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее, Поглощение компании может осуществляться путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия (Влалимилова, 1999)

Необходимо указать еще одну классификацию, используемую в литературе:

- слияние в традиционном смысле (решение принимают менеджеры компании-цели, корпорация-покупатель получает контроль над 100% акций);
- межфирменные тендерные предложения (решение принимают акционеры компании-цели, корпорация-покупатель получает контроль над не менее чем 51% обыкновенных голосующих акций).

Объективность таких различий связана с элементарным заимствованием англо-американских терминов, которые не имеют однозначного толкования. Немало различий имеется и в национальной деловой практике. Отсутствие терминологического единства связано, безусловно, и с особенностями национального законодательства.

В целом в законодательстве отдельных развитых стран речь идет о таких формах реорганизации юридических лиц. как слияние (две или несколько компаний объединяются в новую - новый субъект права), поглощение (одна или несколько компаний присоединяются к существующему юридическому лицу), разделение (юридическое распадается на два и более новых субъектов права), выделение (передача части имущества вновь создаваемому субъекту права без прекращения деятельности компании-донора).

В США в особом порядке регулируется такая операция, как комплексное отчуждение имущества, когда одно юридическое лицо передает другому

значительную часть своего имущества (тем самым сделка выходит за рамки обычного договора купли-продажи). Тем не менее, при комплексном отчуждении имущества не происходит прекращения деятельности одних юридических лиц или возникновения новых субъектов права, поэтому к собственно реорганизации его отнести нельзя.

Во Франции реорганизация акционерных обществ (закон о торговых товариществах 1966 г) допустима в следующих формах: фузия (объединение по меньшей мере двух ранее существовавших товариществ через поглощение одного другим или через образование нового товарищества), разделение (внесение имущества данного товарищества в новые товарищества) и фузия-разделение (товарищество вносит свое имущество в уже существующие товарищества или участвует совместно с ними в создании новых товариществ). Товарищество, к которому в результате одной из перечисленных операций переходит все или часть имущества другого, становится универсальным правопреемником этого последнего.

В праве ФРГ слияние акционерных компаний предусматривается в двух формах: путем передачи имущества акционерного общества как целого другому акционерному обществу за акции первого и путем образования нового акционерного общества, к которому переходит имущество объединившихся акционерных обществ.

Не существует единого мнения о том, что считать публичным предложением покупки акций. Обычно выделяют следующие специфические черты института:

- оферта о покупке акций определенной компании на условиях, указанных в оферте;
- оферта адресуется всем держателям ценных бумаг указанной категории;
- оферта должна исходить акционерного общества.

Тем не менее в Англии данный институт больше соответствует понятию «предложение установить контроль», ибо цель операции, согласно английскому праву, должна состоять в установлении контроля над компанией,

акции которой скупаются. Во Франции инициаторы данной операции могут стремиться с ее помощью не только установить, но и усилить уже имеющийся контроль над обществом (в России именно усиление/ расширение контроля являлось основным стимулом поглощений до 1998г.). В любом случае любом случае не будет рассматриваться как публичное предложение покупки акций общества операция, если она рассчитана на приобретение менее 15% капитала общества. В США специальное регулирование распространяется на приобретение свыше 10% капитала корпорации.

Еще один нюанс связан с тем, что слияния крайне трудно осуществить на паритетных условиях («модель равенства»), поэтому любое слияние в результате может завершиться поглощением. Возможен и обратный вариант, когда «жесткое поглощение» на определенной стадии и условиях переходит в «дружественное».

Еще одна точка зрения - Ю.В. Игнатишин¹:

«В соответствии с общепринятым подходом под *слиянием* подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур. Хотя существует мнение, что в этом объединении участвуют только две компании и одна из них теряет свою марку [Ван Хорн, с. 667]. Российские авторы и законодательство необходимым условием *слияния* компаний считают появление нового юридического лица на основе двух или нескольких прежних фирм с ликвидацией последних [Гражданский кодекс; Иванов Ю.; Зусманович]. Хотя последний автор рассматривает только двух участников процесса, при этом под контроль вновь создаваемой компании передаются только активы и суммарные операции.

В зарубежной же практике характерной особенностью *слияния* является объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве и у некоторых авторов этот случай попадает

¹ Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, 2005. – 208 с.

под уже рассмотренный процесс *присоединения* [Гражданский кодекс; Иванов, с. 16]. Хотя он может трактоваться и как *поглощение* [Зусманович, с. 1].

Иностранные авторы не стремятся к четкому разграничению понятий. *Поглощение* описывается как взятие под контроль компании с помощью скупки большей части ее акций без изменения числа компаний до и после процесс а [Брейли, Майерс; Ван Хорн]. В другом варианте процессы *слияния и поглощения* рассматриваются совместно и характеризуют интеграцию на базе вновь создаваемой компании (аналог слияния в российском законодательстве) либо на базе одной из компаний-участниц с ликвидацией остальных (аналог *присоединения* в российском законодательстве) [Moon, p. 46].

В иной трактовке *поглощение* является оплаченной сделкой, в результате которой происходит переход прав собственности на компанию (Рудык, Семенкова, с. 10]. Процессы пытаются разделять исходя из влияния менеджеров - если контракт по выкупу акций компании заключается между ее акционерами и менеджерами инициатора, то речь идет о *межфирменном тендерном предложении*, при *слиянии* подразумевается контракт по продаже одной компании другой, заключаемый между менеджерами этих компаний.

Среди возможных форм, закрепленных в российском законодательстве, отметим отношения основного и дочернего, а также преобладающего и зависимого обществ. В первом случае речь идет о возможности определять решения через преобладающее участие в уставном капитале и по договору управления. Второй вариант рассматривает владение более 20% акций зависимого общества [ФЗ об АО, ст. 6]».

Таким образом, для привязки этих терминов к отечественной практике лучше всего руководствоваться ФЗ об АО (ст. 15-20), где определено следующее:

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних (ст. 16).

Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу (ст.17).

Для использования терминов слияния и поглощения в профессиональной деятельности менеджера необходимо сослаться на ФЗ об АО. Для научной терминологии лучше придерживаться следующего подхода: слияния – добровольное объединение. Поглощение – приобретение одной компании другой и взятие ее под свой контроль.

На практике, как правило, встречается комбинация всех этих определений, поэтому мы получаем разные варианты процессов слияний и поглощений.

1.3. Методы объединения при слияниях и поглощениях

Осознание мотива и сущности явления позволяет перейти к следующему этапу исследования: каким образом осуществить процесс. С этой целью рассмотрим основные способы объединения предприятий.

Способы объединения предприятий были систематизированы (см. рис.1.3.1.) на основе изучения исследований Ч. Эванса Фрэнка, М. Бишопа Дэвида, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенковой, Рид Стэнли Фостера, И.Г. Владимировой, С.В. Валдайцева в следующую классификацию: слияние, поглощение, выкупы долговым финансированием (основные классификации представлены в приложениях 2 - 8).

Слияние¹ - это сделка, при которой одна корпорация юридически поглощается другой, в результате чего компания-поглотитель принимает на свой баланс все активы и обязательства поглощенной корпорации. Отдельной передачи активов или обязательств не происходит. Вся сделка осуществляется

¹ Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

в соответствии с правовыми нормами, а сертификат сделки по слиянию регистрируется уполномоченным на то государственным органом.

В случае так называемого обратного слияния покупатель поглощается приобретенной компанией. Акционеры покупателя получают акции приобретенной компании, а акционерам этой компании выплачивается оговоренная компенсация.

При так называемом форвардном слиянии покупатель поглощает приобретенную компанию, а акционеры последней обменивают свои акции по предварительно согласованной цене выкупа. В результате сделки покупатель принимает на себя все активы и обязательства приобретенной компании.

Дочернее слияние - это тот случай, когда покупатель создает специальную дочернюю компанию, которая после этого сливается с приобретаемой компанией. При так называемом обратном дочернем слиянии такая дочерняя компания поглощается той компанией, которую хочет приобрести покупатель.

Сделка по слиянию обладает многими преимуществами, характерными и для сделки с акциями. В частности, такая сделка проста, одновременно позволяет избежать многих проблем, связанных с трансфертом активов.

Однако, в отличие от сделки с акциями, соглашение о слиянии заключается только с приобретаемой компанией. Хотя в принципе оно должно быть одобрено простым или квалифицированным большинством акционеров, согласия 100% акционеров не требуется, т.е. отпадает необходимость работать буквально с каждым акционером. Акционеры, выступающие против сделки по слиянию, вынуждены, как того требует закон, подчиниться большинству. Причем оппозиционно настроенным акционерам также обеспечивается юридическая защита, для них существует законодательно закрепленное «право на выражение несогласия».

Кроме того, сделки по слиянию являются наилучшим вариантом для кредитора, когда акции выкупаются с использованием заемных средств. В этом случае кредитор выдает ссуду компании-наследнице (либо напрямую, либо

через холдинговую компанию, владеющую компанией-наследницей), получая в ее обеспечение определенную долю активов этой компании. Сама ссуда используется для выплат компенсации акционерам поглощаемой компании.

Такая двухступенчатая схема имеет смысл, если покупатель намеревается заплатить владельцу контрольного пакета акций компании определенную премию за его переуступку. Покупатель приобретает отдельно контрольный пакет, а затем, на втором этапе, голосует этим пакетом за проведение слияния. Оставшиеся у акционеров компании акции будут выкуплены за меньшую цену. Такую двухступенчатую схему можно использовать и в том случае, когда часть компенсации акционерам поглощаемой компании предполагается выплатить векселями или привилегированными акциями компании-наследницы, и при этом существует стремление ограничить круг акционеров, платежи которым будут выполняться в неденежной форме. Тогда на первом этапе сделка с ценными бумагами осуществляется с ограниченным кругом акционеров, которым предполагается заплатить в неденежной форме. На втором этапе происходит полноценное слияние и акционерам выплачивается денежная компенсация.

Такая схема имеет смысл, если у компании много акционеров - физических лиц. Тогда распределение среди них ценных бумаг фактически превращается в организацию публичного предложения, требующего, в соответствии с законодательством о ценных бумагах, заполнения специальных регистрационных документов. Комбинация сделки по приобретению акций со сделкой по слиянию также целесообразна, если часть акционеров, намеренных продать свои акции, хочет склонить остальных акционеров к слиянию с другой компанией. Акционеры, желающие продать свои акции, при этом принимают на себя риск, приобретая в собственность векселя или акции компании, с которой они будут сливаться. Тем самым они предоставляют другим акционерам возможность получить всю компенсацию за продажу в денежном выражении.

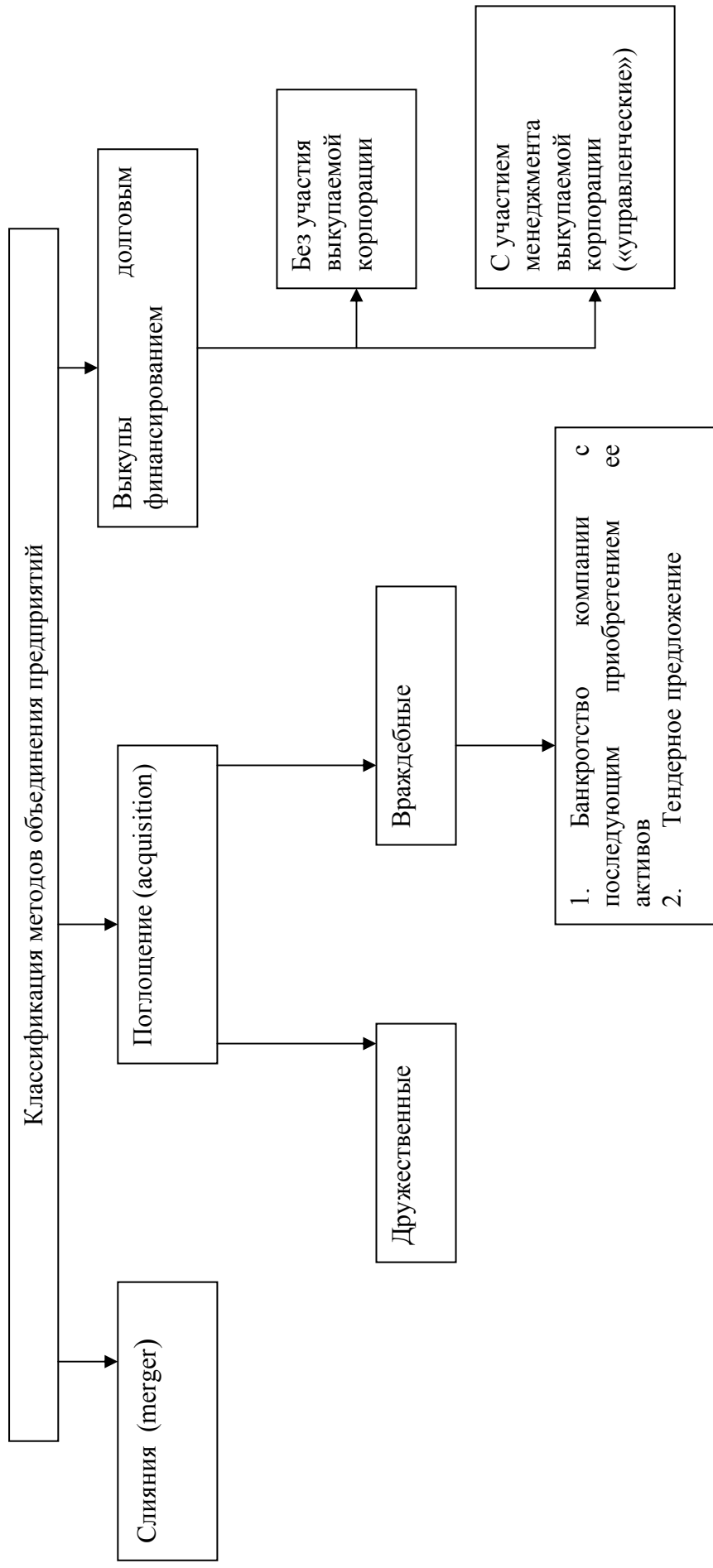


Рис. 1.3.1. Методы слияний и поглощений

Первое преимущество дочернего слияния - время. Обычно слияние должно быть одобрено акционерами обеих компаний, участвующих в сделке. Исключения составляют случаи дочернего слияния, когда дочерняя компания сливается с материнской, владевшей до этого не менее 90% ее акций. Тогда согласие на проведение сделки должен дать совет директоров, а не акционеры приобретаемой компании.

Другое преимущество - ясность учета при проведении сделки. В результате дочернего слияния покупатель становится собственником нового бизнеса, купленного дочерней компанией. В этом случае новый бизнес юридически отделен от поглотившей его компании, причем на активы материнской компании не распространяются обязательства поглощенного бизнеса. Естественно, акционеры поглощенной компании должны при этом дать свое согласие на слияние.

Покупатель обычно создает поглощающую корпорацию исключительно в целях слияния с компанией, которую хочет поглотить. Сделка, как правило, носит характер обратного слияния. Уже при создании поглощающей дочерней компании происходит формирование холдинговой структуры. Если же покупатель желает, чтобы компания, которую он приобретает, после завершения сделки стала подразделением холдинга, он может создать специальную структуру, в которой войдет поглощающая компания. После слияния холдинговая компания становится владельцем всех акций приобретенной компании (которая слита с поглощающей корпорацией), а сам покупатель получает все акции холдинговой компании.

Таким образом, механизм проведения слияния достаточно разнообразен. Могут иметь место, как сделки форвардного слияния, так и обратного, а также образование дочерних предприятий для проведения форвардного, обратного слияния. Такие сделки могут сочетаться с приобретением акций. Но отличием сделок по слиянию является приобретение активов и обязательств. Это, несомненно, риск для покупателя, поскольку расходы предприятия, проводившего слияния, увеличиваются в несколько раз. Такое увеличение

должно быть заложено в бюджете для финансовой устойчивости предприятия. Однако, на наш взгляд, преимуществом таких сделок является возможность принимать решения на всех уровнях управления и то, что у приобретаемой компании появляется возможность стать частью новой корпорации.

Поглощение¹. Поглощение компании можно определить как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее. Поглощение компании зачастую осуществляется путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия.

Если приобретается пакет, превышающий 75% обычных акций поглощаемой компании (дающий право на ее ликвидацию в результате голосования тремя четвертями акций), то поглощение может привести к потере поглощаемым предприятием своей юридической самостоятельности и превращению его в подразделение (структурную единицу) поглощающей фирмы. Если же приобретается контрольный пакет, составляющий менее 75% обыкновенных акций, то поглощенная компания может не потерять своей юридической самостоятельности, но окажется выраженным дочерним предприятием (филиалом) поглощающей фирмы.

При любом из этих вариантов, однако, поглощенное предприятие теряет свою самостоятельность в решении, как стратегических вопросов развития, так и многих тактических задач, сводящихся к определению желательных поставщиков и клиентов, цен, условий поставок и оплаты по заключаемым договорам, найма работников (особенно высшего звена) и пр.

Дружественные поглощения² – поглощения, при которых руководящий состав и акционеры приобретаемой (целевой, выбранной для покупки) компании поддерживают данную сделку.

У предприятия есть возможность выбрать метод объединения. Однако какой бы способ ни был избран, все процессы могут происходить в виде

¹ Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / С. В.Валадайцев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.

² Владимиров И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимиров // Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1.

покупки активов либо в виде покупки акций. Анализ этих процессов мы приведем ниже.

Покупка активов¹. Приобретаемая компания переводит покупателю все активы, используемые для бизнеса, который является объектом продажи. В том числе объекты недвижимости, основные фонды, запасы, а также нематериальные активы, к которым относятся права по контрактам, аренда, патенты, торговые знаки и т.д. Это могут быть как все активы, так и их часть, принадлежащая компании-продавцу. Для перевода некоторых специфических видов активов приобретаемая компания готовит специальные документы, в частности - свидетельства о передаче акций, закладные, договора цессии.

Во многих случаях выбор формы продажи активов обусловлен тем, что продаваемая корпорация не продается целиком, а реализует лишь часть своего бизнеса. Например, если продается производственная линия, не функционировавшая как самостоятельный дочерний бизнес с собственным балансом. В данном случае единственным вариантом сделки может быть только продажа активов.

В остальных случаях сделка по продаже активов не является необходимой. Тем не менее, эту форму выбирают достаточно часто, так как она обладает следующими преимуществами:

Если у продавца возникает налогооблагаемая прибыль вследствие продажи активов (это происходит, когда налогооблагаемая база активов приобретаемой компании ниже цены продажи этих активов). Покупатель значительно сэкономит на налогах, если структурирует данную сделку как приобретение активов, поскольку поднимает налогооблагаемую базу приобретаемых активов, фиксируя ее по цене покупки.

И наоборот, если у продавца в результате сделки по продаже активов возникает налоговый убыток, покупателю компании лучше приобрести акции, а не активы. В этом случае он примет на себя полную налоговую историю

¹ Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

бизнеса, сохранив при этом высокий уровень налогооблагаемой базы покупаемых активов. Следует отметить: то, что выгодно покупателю, может быть совсем невыгодным продавцу, который, вполне вероятно, потеряет свои налоговые преимущества, структурируя сделку в интересах покупателя. Возникающий конфликт интересов может и должен дать импульс к активным переговорам между сторонами, в ходе которых возможно добиться пересмотра ценовых условий сделки.

Приобретая активы, покупатель обычно не может аннулировать коллективный договор с работниками предприятия, заключенный с участием профсоюзов.

Первый и самый главный недостаток покупки активов – высокие налоговые платежи. Все трансакции с активами облагаются налогом, в то время как сделку с акциями можно структурировать таким образом, чтобы она не облагалась налогами (скажем, используя так называемый безналоговый обмен акциями).

Во-вторых, сделка с активами обычно требует больших финансовых и временных затрат, которые оказываются выше по сравнению с альтернативными вариантами, что связано с юридическими и бухгалтерскими аспектами. Сделка с активами предполагает юридическое сопровождение трансферта каждого актива. Например, в сфере оптовой торговли существующие контракты компании с производственными предприятиями могут оказаться недействительными после реорганизации активов. В их числе могут оказаться сотни контрактов, предполагающих эксклюзивное право распространения продукции только данным агентом. При этом стоимость подготовки большого количества новых контрактов зачастую непомерно высока. Необходимо также отметить, что трансферт недвижимости часто облагается высокими федеральными и местными налогами. Такие трансферты могут спровоцировать местных и региональных оценщиков на повышение стоимости имущества, приводя тем самым к значительному увеличению налоговых платежей. При этом, если имущество распылено по нескольким

юрисдикциям, для каждой из них может потребоваться индивидуальная структура организуемой сделки.

В-третьих, многие нематериальные активы и права аренды не могут быть переданы без согласия третьей стороны. В случае же ее согласия (этого не всегда удастся добиться) можно ожидать, что третья сторона назначит определенную цену за свое согласие на переуступку прав. Эта практика особенно распространена в тех случаях, когда продавец арендует имущество по низким ставкам, т.е. ниже сложившихся на рынке цен. В этом случае согласие арендодателя, скорее всего, будет сопровождаться существенным повышением ставок арендной платы. То же относится и к другим типам договоров, условия которых были ранее выгодны приобретаемой компании. В частности, при рассмотрении кредитных договоров покупаемой компании необходимо обратить внимание на то, чтобы приобретение активов не привело к необходимости немедленного погашения имеющихся у компании займов.

В-четвертых, многие компании имеют выданные местными органами власти лицензии на осуществление определенных видов деятельности. В этом случае смена собственника может привести к долгим судебным разбирательствам и другим административным задержкам. Иногда существует даже угроза утраты соответствующей лицензии. Компании, длительное время работающие в том или ином регионе, наделяются так называемыми дедовскими правами. Скажем, они могут быть освобождены от необходимости установления дорогостоящих приборов или устройств, требуемых местными правилами (например, для обеспечения противопожарной безопасности или прохода инвалидов). Вследствие передачи активов новому собственнику могут быть предъявлены требования по соблюдению данных правил.

Платеж за активы может быть произведен в любой форме, приемлемой для продавца, включая оплату акциями покупателя.

Приобретение акций¹. Продавец, владеющий акциями компании, подлежащей продаже, передает покупателю право собственности на свои акции в обмен на согласованный платеж. При реализации акций публичной компании (посредством тендерного предложения) может получиться так, что покупатель приобретет не все ее акции. В случае продажи компании, имеющей ограниченное число участников, такая ситуация встречается значительно реже. Удержать долю акций в своей собственности при продаже такой компании может только тот из числа ее прежних акционеров, кого предполагается назначить на роль менеджера компании после ее поглощения.

Продажа акций компании является предпочтительной формой сделки, если налоговые затраты или другие издержки, сопутствующие продаже активов, делают этот вариант невыгодным и нецелесообразным.

Любая крупная сделка с активами сопровождается обременительными налоговыми затратами. Помимо налоговых аспектов, сделка по продаже акций может иметь преимущество, когда смена собственника активов требует согласия третьих лиц, которого можно и не получить, либо когда цена оказывается слишком высокой. Кроме того, размер компании может быть таким, что осуществление сделки с активами окажется физически неудобным, а также затратным - как по времени, так и по финансам.

Продавцы часто предпочитают сделку с акциями, поскольку в этом случае все обязательства компании принимает на себя покупатель. Однако на практике часто выходит не совсем так: покупатель обычно стремится обезопасить себя от всех обязательств, которые не раскрыты в финансовой отчетности.

Документы, имеющие отношение к сделке с акциями, необходимо тщательно проверить на наличие оговорок о «смене контроля». Например, в наше время арендные соглашения часто содержат статью о необходимости получения согласия арендодателя на переход контрольного пакета акций

¹ Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

компании-арендатора к другому владельцу. Аналогичные требования могут содержаться и в других контрактах, а также разрешениях местных властей на тот или иной вид деятельности.

Можно выделить два главных недостатка подобных сделок.

Первый заключается в том, что сделку, в которой участвует несколько акционеров, гораздо труднее довести до конца. Если предположить, что покупатель желает приобрести все 100% акций компании, то он должен заключить договор купли-продажи акций с каждым акционером. Причем не исключен отказ кого-либо из этих акционеров от участия в сделке. Таким образом, один-единственный акционер может сорвать всю сделку.

Второй заключается в том, что сделка с акциями может привести к ухудшению налогового режима в период после поглощения, чего можно избежать только путем сделки с активами.

Сделка с активами предоставляет преимущество в налоговых затратах, но увеличивается время сделки, покупка акций не предоставляет налоговой экономии, но экономит время проведения сделки. В любом случае необходимо соотнести затраты при той или иной тактике и выбрать вариант сделки, приемлемый для осуществления стратегии предприятия.

Враждебные поглощения¹ – поглощения, при которых руководящий состав цели (мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий, приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против цели поглощения.

Банкротство². Чаще всего применяется следующая схема банкротства. Определенное юридическое лицо, заинтересованное в приобретении активов какого-либо хозяйственного общества, начинает планомерно скупать долги этого общества. При этом не обязательно рассчитываться за приобретение в полном объеме, обычно применяется рассрочка платежа. Ни для кого не секрет, что найти просроченный долг даже у крепко стоящего на ногах предприятия

¹ Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1.

² Молотников А. Поглощения компаний: обзор методов и средств/ А. Молотников // <http://www.bkg.ru>.

довольно легко. Что же говорить об основной массе хозяйствующих субъектов. Сосредоточив значительный объем задолженности, юридическое лицо инициирует процедуру банкротства предприятия, предварительно договорившись с органами региональной или федеральной власти (в зависимости от значимости предприятия). Операция рассчитывается таким образом, чтобы поглощаемое общество заведомо было не в состоянии погасить имеющуюся задолженность, следствием чего становится введение процедуры наблюдения и назначение временного управляющего. Арбитражный управляющий негласно представляет интересы атакующего юридического лица и под видом анализа финансового состояния должника устанавливает узкие места в деятельности предприятия с тем, чтобы усугубить сложившуюся ситуацию, а также помешать органам управления общества восстановить платежеспособность предприятия. В то же время в средствах массовой информации начинают формировать негативный образ хозяйственного общества, что ведет к снижению реализации производимой продукции, а следовательно, к ухудшению его финансового положения. В результате подобных действий на предприятии вводят внешнее управление, после чего руководителя должника отстраняют от должности, прекращают полномочия органов управления. Все управленческие функции переходят к внешнему управляющему. Именно с этого момента начинается долгий процесс по выводу активов организации. В данном случае важная роль отводится стадии конкурсного производства, когда в целях удовлетворения требований кредиторов реализуется имущество должника.

Тендерное предложение¹. Поглощение публичной компании может выполняться через одно- или двухэтапную сделку. В одноэтапном поглощении покупатель создает покупающую дочернюю компанию, которая сливается с целевой компанией. После завершения слияния акционеры целевой компании получают наличные денежные средства и, возможно, другие инструменты,

¹ Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

например векселя, а акционеры покупающей дочерней компании получают все акции целевой компании. Слияние потребует одобрения акционеров целевой компании, и точное процентное соотношение количества владельцев акций, требуемое для такого одобрения, будет зависеть от устава корпорации целевой компании, как минимум составляя простое большинство голосующих обыкновенных акций. Чтобы получить это одобрение, целевая компания должна получить доверенности от акционеров, чтобы использовать их голоса на собрании акционеров, созванном с целью принятия решения по сделке. Обращение за получением доверенности должно соответствовать федеральным законам о ценных бумагах.

Двухэтапное поглощение включает в себя тендерное предложение, после чего происходит слияние. На первом этапе покупатель создает покупающую дочернюю компанию, которая выставляет тендерную заявку на акции целевой компании. Покупающая дочерняя компания не всегда признается покупателем. Обычно предложение делается лишь после того, как будет получен пакет акций, достаточный для одобрения второго этапа сделки. Например, если нужно одобрение большинства голосующих акций целевой компании, то предложение зависит от того, получит ли покупатель по меньшей мере большинство акций целевой компании в тендерном предложении. На втором этапе покупатель получает одобрение владельцев акций, покупающая дочерняя компания сливается с целевой компанией, акционеры покупающей дочерней компании становятся акционерами целевой компании, а первоначальные акционеры целевой компании, чьи акции не участвовали в тендерном предложении, получают наличные. Если покупатель получит достаточное количество акций целевой компании, то для слияния компаний не потребуется одобрения остальных акционеров целевой компании (это будет так называемое быстрое слияние).

Двухъярусное предложение - это предложение, в котором покупатель, обычно враждебный, устанавливает для высокой начальной цены предельный

срок. Тот, кто продает свои акции покупателю после предельного срока, получает другую, более низкую цену.

Самое большое преимущество - время. Тендерное предложение может завершиться всего за 20 рабочих дней с момента старта. Кроме того, не существует требований о подаче документов о тендерном предложении в Комиссию по ценным бумагам и биржам до начала этих действий. Вместе с тем по завершении тендерного предложения покупатель получает контроль над целевой компанией.

Это резко контрастирует с процедурой получения доверенностей. Документы, подтверждающие право голосования от имени акционеров, должны направляться в Комиссию по ценным бумагам и биржам на проверку, которая занимает от 10 до 30 дней. Материалы редко направляются акционерам до завершения их проверки. Собрание акционеров обычно не проводится до истечения по меньшей мере 20 дней (в зависимости от закона штата и регламента компании-цели) после отправки имеющих отношение к доверительному голосованию материалов. Обычный минимальный срок, отведенный акционерам для получения и ознакомления с материалами по грядущему собранию, в том числе и для определения доверенного лица, - это 20 дней. В то же время для получения контроля над компанией требуется от 45 до 60 дней, отсчитывая от первоначальной отправки в Комиссию по ценным бумагам и биржам документов, подтверждающих право голосовать на собрании.

Время имеет большое значение для компании-покупателя, желающей минимизировать риск, связанный с возможностью появления покупателя-конкурента. Время также имеет большое значение и для акционеров целевой компании - тех, чьи акции, участвующие в тендерном предложении, при двухэтапной сделке будут оплачены быстрее.

Основной недостаток двухэтапного подхода связан с финансированием. Финансирование тендерного предложения проходит несколько сложнее, чем финансирование одноэтапного слияния.

Типичное определение: «общее обнародованное предложение отдельного лица или группы лиц купить акции публичной компании за цену, значительно превышающую текущую рыночную цену».

Проблема, с которой сталкивается компания, стремящаяся получить контроль над публичной компанией посредством приобретения акций на открытом рынке, состоит в возможной квалификации при некоторых обстоятельствах таких приобретений как тендерных предложений.

Премия тендерного предложения является «плюс фактором», поскольку это сумма, которую платят за ценные бумаги сверх установившейся рыночной цены на указанную дату. Традиционно в академической практике премии рассчитывались за пять дней до размещения объявления. Это делалось с целью предотвращения искажений, вызванных торговлей акциями на основании слухов, домыслов или неопубликованной внутренней (инсайдерской) информации (т.е. незаконной «внутренней» торговлей). Такая торговля стимулирует повышение цен на акции целевой компании до слияния. Таким образом, премии, если только они не рассчитываются заблаговременно, могут оказаться меньше, чем могли бы быть на самом деле.

С точки зрения этики враждебные поглощения недопустимы. Однако практика показала, что такое явление имеет место в экономической системе. Задачей государственных органов в данном случае является разработка законодательных актов, предупреждающих враждебное поглощение, а также организация деятельности исполнительных и судебных органов, пресекающих подобные сделки.

В середине 80-х гг. широкое распространение получил новый вид сделки рынка корпоративного контроля – выкуп долговым финансированием¹. Выкуп долговым финансированием – это финансовая техника (именно техника, а не операция), при помощи которой открытая корпорация преобразуется в корпорацию закрытого типа. Технология подобного «превращения» такова.

¹ Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000.

Группа внешних и внутренних инвесторов выкупает все находящиеся в обращении обыкновенные акции корпорации, причем выкуп на 80 - 90% финансируется за счет эмиссии долговых обязательств. Чаще всего используемые для финансирования выкупов долговым финансированием инструменты - это так называемые «мусорные облигации», которые иногда называют высокодоходными облигациями. Подобные долговые обязательства характеризуются высоким уровнем доходности и не менее высокой степенью риска. По прошествии определенного промежутка времени с момента своего выкупа (обычно от трех до шести лет) акции компании возвращаются на открытый фондовый рынок, хотя известны случаи, когда компания сохраняла свою закрытую форму. Если выкуп долговым финансированием инициируется группой инвесторов, которая более чем на 50% состоит из менеджеров корпорации, то его называют управленческим выкупом долговым финансированием.

Относительно новая форма поглощения - выкупы долговым финансированием. Данный способ является прогрессирующей формой, но это очень рискованная стратегия поглощения.

Если предприятие преследует стратегические цели, то, как правило, оно выберет либо слияние, либо дружеское поглощение. Слияние выгодно для компании-покупателя, поскольку полное слияние дает возможность реализовывать проекты на всех стадиях производства и сбыта. Дружеское поглощение – компромисс между слиянием и враждебным поглощением. Для компании-покупателя выгода заключается в формировании благоприятного имиджа компании.

При учете корпоративных целей в основном используются поглощение и выкупы долговым финансированием. Выкупы долговым финансированием используются менеджерами корпорации, так как заемный капитал выгодно использовать для приобретения компании. Поглощение используется для усиления роли информированности рынка при покупке и продаже фирмы.

В случае учета целей на уровне функциональных областей, наиболее приемлемым будет поглощение в форме покупки акций. В данном случае фирма покупает долю в уставном капитале и реализует проекты на уровне функциональной области.

Существует достаточно много комбинаций способов объединения предприятий. Характер выбора зависит от предпочтений менеджеров, от преследуемых целей при интеграции, от экономической ситуации. После выбора формы объединения актуальным становится вопрос о методе оценки приобретаемого предприятия. Следующим шагом будет исследование эффективности слияний и поглощений предприятий.

1.4. Оценка эффективности слияний и поглощений предприятий

Предыдущий параграф был посвящен осуществлению процесса слияний и поглощений. Но проблема заключается в том, организация слияния не всегда является эффективной с экономической точки зрения. Для того, что бы планировать интеграционные процессы наиболее оптимальным способом, необходимо оценить возможные выгоды и затраты при интеграции. Таким образом, необходимо проанализировать методы оценки интеграции предприятий, выявить их преимущества и недостатки, показать их практическую значимость.

Проведенный анализ литературных источников¹ позволяет выделить основные методы оценки слияний и поглощений (см. рис.1.4.1.).

¹ Сформулировано нами на основе: Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М.: Финансы и статистика, 2000; Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.:Альпина Паблишер, 2004; Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004; Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / С. В.Валадайцев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001; Круглов М. И. Стратегическое управление компанией / М. И. Круглов. – М.: Русская деловая литература, 1998; Кузнецов А.В. Менеджмент изменений/ А.В. Кузнецов // Синергетика в экономике и управлении. Камский политехнический институт; юбил. Сборник. - Наб.Челны, 2002; Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// <http://vedi.ru/periodic.htm>; Ткачев А.Н. Интеграция систем агропромышленного комплекса/ А.Н.Ткачев, В. И. Лойко // <http://www.ej.kubagro.ru>; Томилина Э. Слияния и поглощения: ценность оценки/ Э. Томилина// <http://www.bkg.ru/index/shtml>; Гулин О.А. Статистический анализ эффективности и синергетического эффекта в отраслевых корпорациях/ О.А. Гулин,

Целесообразно начать анализ данной проблемы с рассмотрения возможности применения основного принципа анализа экономической эффективности к процессам финансирования слияний и поглощений.

Важнейший принцип анализа экономической эффективности предусматривает соотнесение затрат и выгод, получаемых в связи с реализацией определенных действий. В слияниях и поглощениях затраты осуществляются в ограниченные тем или иным образом промежутки времени, а выгоды имеют вид участия в прибыли приобретенной компании, периодически получаемой на протяжении неограниченного периода времени на основании принципа продолжающейся деятельности. Очевиден различный характер затрат и результатов слияния, поскольку первые имеют весьма определенный объем, а вторые - носят ожидаемый характер.

Разные варианты методологий оценки слияний и поглощений можно разделить на два принципиально различающихся методологических подхода - перспективную и ретроспективную оценку слияний и поглощений¹. Сущность перспективной оценки заключается в соотнесении сумм затрат с некой оценкой приобретаемой компании, включающей в себя приведенную сумму ожидаемых денежных потоков, генерируемых приобретенной компанией. Данный вид оценки активно используется при принятии решений об осуществлении слияния и поглощения, но включает в себе существенный фактор неопределенности будущих результатов, что не позволяет ему считаться объективным критерием эффективности слияний и поглощений. Строго говоря, абсолютно точно измерить эффективность слияний и поглощений в соответствии с классическим принципом соотнесения результатов и затрат невозможно из-за наличия неопределенности при прогнозировании будущих денежных потоков.

В.И. Щедров // <http://www.cfin.ru/Bandurin/article/sbrn02/index.shtml>; Маршак А. Эффективные слияния и поглощения/ А Маршак. // <http://www.bkg.ru>.

¹ Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// <http://vedi.ru/periodic.htm>.

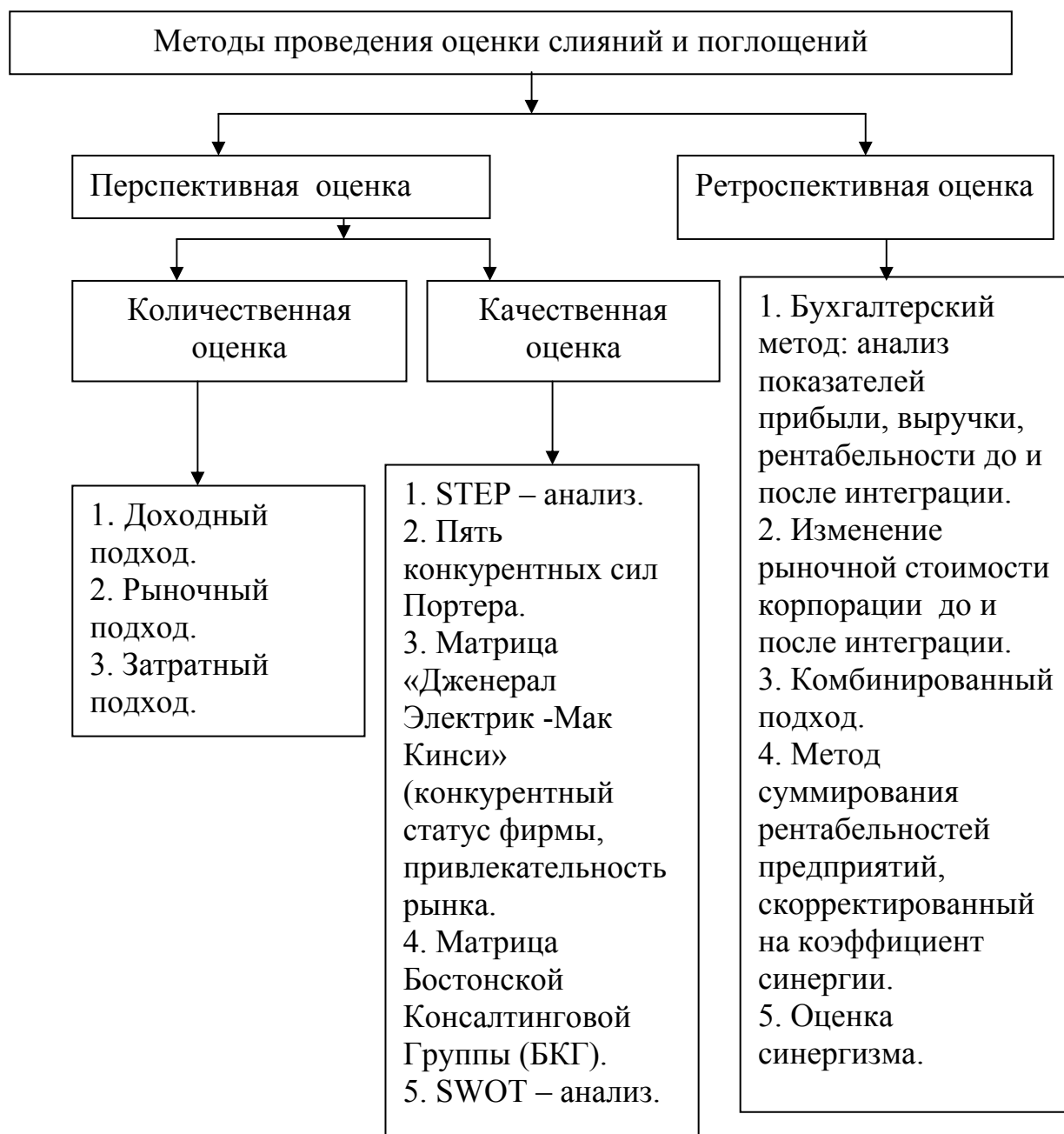


Рис 1.4.1. Классификация методов оценки слияний и поглощений предприятий

Второй вид оценки - ретроспективный анализ - позволяет судить об эффективности слияний и поглощений на основании рассмотрения динамики тех или иных характеристик деятельности компаний за определенный промежуток времени после осуществления слияния.

Возникает вопрос о возможности комбинирования двух видов оценки слияний и поглощений. С методологической точки зрения перспективная оценка является более правильной, но менее точной, в то время как ретроспективная оценка опирается на четкие фактические данные, но не является полностью корректной, поскольку не рассматривает соотношение результатов и затрат. Теоретически компромисс между двумя видами оценки возможен при постепенной сверке и замене прогнозных данных в первом виде фактическими результатами деятельности компаний после слияния. Однако следует учитывать различную направленность данных видов оценки на практике: перспективная оценка используется для принятия решения о слиянии и хороша именно для этих целей, а ретроспективная пригодна для определения того, насколько удачно функционирует созданная в результате слияния структура. Во втором случае при анализе эффективности слияний понесенные издержки не имеют отношения к текущей деятельности компаний; в связи с этим определение реальной суммы, которая должна была быть заплачена при слиянии, имеет мало практической ценности ввиду значительного периода времени, который должен пройти до тех пор, пока она сможет быть определена.

Перспективная оценка¹. Проблеме оценки стоимости компаний, в том числе и в целях поглощения, в последнее время посвящается значительное количество литературы как на русском, так и английском языке. На русском языке вышли книги проф. А.Г. Грязновой и проф. М.А Федотовой, переводное издание Т. Коупленда, Т. Коллера и Дж. Муррина, полностью посвященные данной тематике, а также ряд научно-практических статей - Ю. Школьников, В. Мишнякова и др. Названные публикации представляют лишь небольшую часть литературы, затрагивающей проблему оценки стоимости компаний. Здесь

¹ Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// <http://vedi.ru/periodic.htm>.

мы предпримем попытку обобщения, на основе анализа вышеуказанной и иной имеющейся литературы, существующих методов оценки слияний и поглощений и, что наиболее важно, попытку выявления значительной роли оценки компаний при осуществлении слияний, а также ее специфики.

Количественная оценка. Рассматриваемая проблема хорошо разработана западными авторами применительно к деловой практике западных стран. В то же время в российской экономической литературе недостаточно полно освещен вопрос возможности адекватного использования западных методик при оценке стоимости российских компаний. На наш взгляд, простой перенос данных методик на российскую почву не приведет к адекватным результатам анализа российских компаний. В связи с этим встает проблема, связанная с необходимостью разработки методик оценки компаний в процессе проведения слияний и поглощений, которые отвечали бы специфическим особенностям российской деловой практики и, в частности, учитывали бы особенности российской бухгалтерской отчетности. Несмотря на значительное количество вариаций подходов к оценке стоимости компаний, можно выделить три основных метода оценки: оценку стоимости чистых активов (затратный подход), метод коэффициентов (сравнительный подход) и метод дисконтированных денежных потоков (доходный подход). Каждый из методов представляет собой компромисс между неопределенностью исходных данных и адекватностью оценки стоимости. Оценка стоимости активов оперирует точными историческими данными, но не представляет собой полноценную оценку справедливой стоимости компании, поскольку исторические затраты не позволяют создать полную картину будущих доходов. Метод коэффициентов также оперирует достаточно точными данными о сходных компаниях или сходных сделках, но, опять же, не отражает полностью стоимость компаний, участвующих в слиянии, поскольку практически невозможно найти полностью идентичные компании и полностью идентичные сделки. Метод дисконтированных денежных потоков, напротив, дает верное представление о стоимости компании, однако в его основе заложена значительная доля

неопределенности, поскольку метод строится на прогнозных данных о денежных потоках.

Оценка стоимости компании¹, основанная на определении стоимости ее чистых активов, нашла отражение в российском законодательстве. Понятие «чистые активы» вводится в ст. 35 ФЗ «Об акционерных обществах», в которой накладывается ограничение на их минимальный объем в виде требования его превышения по отношению к размеру минимального уставного капитала (1000 минимальных оплат труда). Под чистыми активами понимается стоимость активов компании за минусом ее обязательств, а конкретный порядок оценки стоимости чистых активов утвержден приказом Министерства финансов Российской Федерации.

Использование данного порядка для оценки чистых активов имеет преимущество по двум причинам: во-первых, создается унифицированная система оценки чистых активов; во-вторых, устраняется ряд недостатков российской формы бухгалтерского баланса. Эта система вносит ряд коррективов в состав активов, которые должны учитываться при оценке чистых активов, а именно: в состав активов не включаются статья «Налог на добавленную стоимость» и раздел «Убытки», которые входят в актив баланса. В то же время в состав обязательств включается статья «Целевые финансирование и поступления», по которой отражаются средства, фактически подлежащие возврату, но учитывающиеся в разделе «Капитал и резервы» баланса. Более глубокий и точный анализ стоимости активов фирмы относится к области оценки стоимости недвижимости, стоимости основных и оборотных средств. Различные методы, используемые в данном виде оценки, нами не рассматриваются - это означало бы отклонение от основной темы исследования. В большинстве работ предпочтение отдается двум методам - методу дисконтированных денежных потоков и методу коэффициентов.

Оценка стоимости компании в целях ее приобретения методом дисконтированных денежных потоков имеет определенные особенности по

¹ Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// <http://vedi.ru/periodic.htm>.

сравнению с вариантами оценки, производимой в иных целях. При любом типе оценки при прогнозе дисконтированных денежных потоков учитываются общие экономические тенденции развития страны, отрасли и рынка, на которых работает оцениваемая компания. Например, при оценке будущих денежных потоков компании всегда должны учитываться ожидаемые темпы роста экономики и отрасли в целом, степень конкурентной борьбы на рынке, цикличность продаж компании. При оценке компании в целях ее приобретения в прогноз результатов ее деятельности должны закладываться ожидаемые синергетические эффекты и планы компании-покупателя в отношении развития компании-цели.

В западной литературе наиболее часто встречаются три разновидности метода дисконтированных денежных потоков в зависимости от того, какой показатель лежит в основании дисконтирования¹: 1) прогноз будущих дивидендов, 2) прогноз операционных денежных потоков и 3) прогноз свободных денежных потоков. Прогноз будущих дивидендов зависит от прогноза прибыли компании и производится либо на один последующий период с дисконтированием по формуле пожизненной ренты, либо на ряд периодов с последующим дисконтированием по формуле пожизненной ренты. Для определения операционных денежных потоков и свободных денежных потоков необходимо обратиться к западной форме аналога российского «Отчета о прибылях и убытках». Он состоит из следующих статей:

1. Выручка от продаж (Sales) - Себестоимость реализованной продукции (Cost of Goods Sold);

2. Валовая прибыль (Gross Profit) - Операционные, общие и административные расходы (SG&A Expenses);

3. Операционная прибыль (Operating Profit) + (-) Другие прибыли и убытки (Other Revenues and Expenses);

¹ Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.:Альпина Паблишер, 2004.

4. Прибыль до налогообложения и выплаты процентов (ЕВИТ) - Выплата процентов (Interests);

5. Прибыль до налогообложения (ЕВТ) - Налог на прибыль (Income Tax);

6. Чистая прибыль (Net Income).

Операционные денежные потоки (Operating Cash Flows) на основании западной финансовой отчетности рассчитываются по формуле (1.4.1). Прибыль до налогообложения и процентов уменьшается на размер налога на прибыль, затем к ней добавляются расходы, не вызвавшие оттока денежных средств, а именно величина начисленной амортизации. Вслед за этим вычитаются суммы осуществленных капитальных вложений, поскольку они вызывают отток денежных средств и снижают размер увеличения текущих активов. Увеличение текущих обязательств означает приток денежных средств, поэтому оно добавляется к полученной сумме, вслед за чем вычитается увеличение прочих активов:

$$\text{ОДП} = \text{ПДНП} * (1 - \text{СНП}) + \text{Амортизация} - \text{КВ} - \Delta \text{ТА} + \Delta \text{ТО} - \Delta \text{Па}, \quad (1.4.1)$$

где ОДП - операционные денежные потоки; ПДНП - прибыль до налогообложения и выплаты процентов (ЕВИТ); СНП - ставка налога на прибыль; КВ - капитальные вложения; ТА - текущие активы; ТО - текущие обязательства; Па - прочие активы.

Стоимость компании рассчитывается по формуле (1.4.2) как сумма дисконтированных операционных денежных потоков за минусом стоимости ее долга. Дисконтирование осуществляется по ставке средневзвешенной стоимости капитала, которая учитывает стоимость привлечения компанией всех видов финансирования. Очевидно, что рассчитать стоимость компании путем суммирования бесконечного количества дисконтированных денежных потоков не представляется ни возможным, ни необходимым. В связи с этим, как правило, ограничиваются расчетом денежных потоков только для ряда лет, после чего рассчитывается стоимость денежных потоков в «постпрогнозный период» (Terminal Value) по формуле пожизненной ренты:

$$\text{Стоимость} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ОДП}}{(1+\text{ССК})^i} - \text{Долг}, \quad (1.4.2)$$

где ССК - средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital - WACC); n - число периодов, принимаемое равным бесконечности.

Третий вариант расчетов по методу дисконтированных денежных потоков основывается на прогнозе свободных денежных потоков. Он отличается от предыдущего метода тем, что выплаты долгов и процентов по ним, как и привлечение новых заемных средств, учитываются в прогнозе денежных потоков. Свободные денежные потоки представляют собой потенциальные выплаты акционерам, в связи с чем они дисконтируются не по ставке средневзвешенной стоимости капитала, а по ставке стоимости акционерного капитала компании. Свободные денежные потоки (Free Cash Flows to Equity) рассчитываются по формуле (1.4.3):

$$\text{СДП} = \text{ЧП} + \text{Амортизация} - \text{КВ} - \Delta \text{ТА} + \Delta \text{ТО} - \text{ВЗС} + \text{УЗС}, \quad (1.4.3)$$

где СДП - свободные денежные потоки; ЧП - чистая прибыль; ВЗС - выплаты заемных средств; УЗС - увеличение заемных средств.

Стоимость компании рассчитывается по формуле (1.4.4) как сумма свободных денежных потоков, дисконтированных по ставке стоимости акционерного капитала компании. Результаты оценки по трем разновидностям метода дисконтированных денежных потоков могут различаться в результате различия входных данных, однако при наличии соответствующей финансовой отчетности все три метода должны применяться для наибольшей достоверности полученных результатов.

$$\text{Стоимость} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{СДП}}{(1+\text{САК})^i}, \quad (1.4.4)$$

где САК - стоимость акционерного капитала компании.

В российской практике использование метода дисконтированных денежных потоков связано с двумя основными типами препятствий: отсутствием у абсолютного большинства российских предприятий стабильной дивидендной истории, на основании которой можно было бы прогнозировать размер денежных выплат акционерам, и сложностью толкования российской

бухгалтерской отчетности в целях прогнозирования денежных потоков. Вторым тип сложностей можно преодолеть тремя путями: во-первых, путем использования финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с западными стандартами учета; во-вторых, при анализе поглощаемой компании могут использоваться методики трансформации бухгалтерской отчетности; в-третьих, при анализе возможно моделирование денежных потоков, основанное на широком круге производственных и финансовых параметров.

Качественные методы оценки¹, такие как STEP-анализ, 5 конкурентных сил Портера; матрица «Дженерал Электрик-Мак Кинси»; матрица Бостонской Консалтинговой Группы (БКГ); SWOT-анализ, используются, как правило, на начальном этапе планирования и поиска кандидатов на покупку для интеграции предприятий.

STEP-анализ - данная методика предполагает изучение четырех основных групп факторов, оказывающих влияние на фирму: политических, социальных, экономических, технологических. Однако на практике анализируется более широкий набор факторов. Несомненно, что текущая экономическая ситуация, общественные и политические тенденции, технологическая конкуренция влияют на развитие компании. Но, кроме того, нельзя не учитывать такие факторы, как правовой климат, природная среда, демографическая ситуация, культурная среда и т.д., - все они оказывают серьезное влияние на выбор стратегии фирмы. Внешние обстоятельства приводят порой к образованию абсолютно новых и разрушению старых стратегических альянсов, появлению новых рынков сбыта, изменению системы приоритетов фирм, и обычно открывают массу возможностей перед компаниями.

5 конкурентных сил Портера базируется на анализе пяти конкурентных сил: соперничество между фирмами внутри отрасли; сила поставщиков; сила покупателей; возможность появления новых конкурентов внутри отрасли;

¹ Кузнецов А.В. Менеджмент изменений/ А.В. Кузнецов // Синергетика в экономике и управлении. Камский политехнический институт; юбил. Сборник. - Наб.Челны, 2002.

попытки компаний и различных отраслей завоевать покупателей своими товарами-субститутами.

Значение и влияние каждого фактора конкуренции меняется от рынка к рынку и определяет цены, издержки, размеры капиталовложений в производство и сбыт и, в конечном счете, прибыльность бизнеса. Все перечисленные факторы создают условия для динамичного развития конкуренции и «устаревания» имеющихся конкурентных преимуществ.

В основе Бостонской матрицы, или матрицы роста/доли рынка лежит модель жизненного цикла товара, в соответствии с которой товар в своем развитии проходит четыре стадии: выход на рынок (товар-«проблема»), рост (товар-«звезда»), зрелость (товар-«дойная корова») и спад (товар-«собака»). Матрица Бостонской Консалтинговой Группы представляет корпорацию в виде ряда подразделений, практически не зависящих друг от друга в производственно-сбытовом плане (бизнес-единиц), которые позиционируются на рынке в зависимости от значений двух критериев. Суть портфельного анализа заключается в определении того, у каких подразделений изъять ресурсы (изымают у «дойной коровы») и кому их передать (отдают «звезде» или «проблеме»).

Другая разновидность портфельной матрицы, получившая название «экран бизнеса», была разработана консультационной группой McKinsey совместно с корпорацией General Electric. Она состоит из девяти частей и основана на оценке долгосрочной привлекательности отрасли и «силе» или конкурентной позиции стратегической единицы бизнеса. Модель McKinsey включает в рассмотрение существенно больше данных, чем Бостонская матрица. Фактор роста рынка трансформировался в данной модели в многофакторное понятие «привлекательность рынка (отрасли)», а фактор доли рынка – в стратегическое положение (конкурентные позиции) бизнес-единиц.

SWOT-анализ представляет собой оценку внутренней среды фирмы (ее силы и слабости), а также внешних возможностей и угроз. Результаты анализа внутреннего состояния компании и состояния внешней среды позволяют

оценить соответствие возможностей предприятия рыночным запросам, на основе чего разрабатываются обоснованные программы развития компании и ее поведения на рынке, принимаются решения по набору стратегических зон хозяйствования.

Качественные методы оценки эффективности интеграции позволяют избежать некоторых ошибок при планировании процесса интеграции. Однако приведенные методы определяют общую стратегическую направленность фирмы и не учитывают типологию стратегий слияний и поглощений.

Ретроспективная оценка¹. Если цель перспективной оценки слияний и поглощений - это определение степени эффективности (или неэффективности) предстоящего слияния или поглощения, то задачей ретроспективной оценки является определение соответствия проведенного слияния критерию максимизации стоимости. Исследование результатов слияний может осуществляться в рамках отдельной компании с целью обобщения опыта, что происходит достаточно редко, либо в рамках определенной группы компаний для выявления неких классов более или менее эффективных слияний.

Литература по проблеме ретроспективной оценки эффективности слияний и поглощений представлена в основном работами американских исследователей. В зарубежных исследованиях слияний и поглощений можно выделить три основных подхода к оценке эффективности: 1) оценка на основании бухгалтерских и производственных показателей (бухгалтерский подход); 2) оценка на основе движения курсов акций компаний-участников сделки (рыночный подход); 3) комбинированный подход.

Бухгалтерский подход² основан на сопоставлении результатов деятельности компаний до и после слияния на основе данных бухгалтерской отчетности. Такой подход использовался в работах широкого круга западных авторов. Оценка эффективности в этом случае осуществляется на основании сравнения ряда производственных и финансовых показателей, к которым

¹ Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// <http://vedi.ru/periodic.htm>.

² Там же.

относятся: 1) доля на рынке; 2) операционные показатели (объем производства, уровень себестоимости) и 3) финансовые показатели (прибыль, рентабельность собственного капитала, рентабельность активов, другие финансовые коэффициенты). Исходя из динамики изменения данных показателей до и после слияния делается заключение об эффективности или неэффективности слияния или поглощения. Преимуществами такого подхода являются доступность и относительная простота интерпретации данных отчетности, возможность легкой обработки данных, достоверность используемых фактических данных, ограниченная лишь достоверностью бухгалтерской отчетности компании. С другой стороны, бухгалтерский подход имеет ряд недостатков с точки зрения оценки эффективности компании после слияния, среди которых можно назвать следующие: 1) бухгалтерская отчетность базируется на данных прошлых периодов и часто игнорирует текущие рыночные цены; 2) изменения в показателях деятельности компании до и после слияния, рассчитанных на основе данных бухгалтерской отчетности, могут быть следствием не только слияния, но и других событий, которые также должны приниматься во внимание (неотражение в бухгалтерском учете таких событий может привести к неверным выводам).

Второй подход к ретроспективной оценке эффективности слияния концентрируется на изучении реакции фондового рынка на слияние¹, а точнее - на анализе изменения доходности акций компании в результате ее участия в процессах слияний и поглощений по сравнению с «нормальной» доходностью ценных бумаг данной компании. С точки зрения сторонников этого подхода, данные об изменении рыночных курсов акций отражают реальный экономический эффект от слияния двух компаний для их акционеров. Большая часть исследователей изучают изменение доходности акций по сравнению с их «нормальной» доходностью как по отношению к компании-покупателю, так и приобретаемой компании. Некоторые работы анализируют совокупный эффект слияния на стоимость компании, возникающий в результате слияния (в этом

¹ Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// <http://vedi.ru/periodic.htm>.

случае в качестве базы для сравнения берется средневзвешенная сумма прироста дохода участников слияния). Подобные исследования сталкиваются с проблемой отделения новой стоимости, возникшей исключительно в результате слияния (синергетический эффект), от части стоимости компании-покупателя, трансферт которой был осуществлен в результате выплаты премии акционерам приобретаемой компании.

Если изменение рыночной доходности компаний изучается в течение краткосрочного периода (например, незадолго до даты объявления о слиянии), недостатком данного подхода является то, что в качестве исходной базы для анализа используются не реальные изменения в деятельности компании, а рыночные ожидания по поводу еще не состоявшихся событий. Изучение рыночной динамики курсов акций в период после слияния связано с проблемами иного плана, сущность которых заключается в том, что изменения в динамике курсов акций, трактуемые в исследовании как реакция рынка на текущую деятельность компаний, на самом деле могут быть не связаны со слиянием. Изучение эмпирических исследований свидетельствует о том, что результаты анализа во многом зависят от выбора временного периода исследования. Следовательно, ключевой проблемой такого подхода к оценке эффективности является выбор временного промежутка до слияния таким образом, чтобы динамика курсовой стоимости акций была «очищена» от событий, не связанных со слиянием, и отражала только рыночную оценку информации, связанной со слиянием.

Комбинированный метод¹ объединяет первые два подхода при анализе эффективности слияний и включает в себя следующие этапы: 1) анализ данных бухгалтерской отчетности и результатов деятельности компании; 2) анализ динамики рыночных курсов акций компании; 3) изучение корреляции между изменением показателей, рассчитанных на основе бухгалтерской отчетности, и изменением курсовой стоимости акций компании. Одной из целей данного подхода является изучение способности рынка проводить различия между

¹ Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// <http://vedi.ru/periodic.htm>.

успешными слияниями, результатом которых является улучшение показателей деятельности компании, и неудачными слияниями.

Проблема применения данного подхода к условиям функционирования российских предприятий заключается в отсутствии в большинстве случаев динамики рыночных курсов акций, что сужает сферу применения комбинированного подхода.

Кроме того, в литературе по оценке интеграции выделяется разработанный отечественными учеными метод, заключающийся в суммировании рентабельностей предприятий и скорректированный на коэффициент синергии¹.

Для оценки инвестиционной эффективности всей хозяйственной деятельности предприятия применим ресурсный показатель – рентабельность предприятия по инвестированной продукции. В качестве полученного результата примем сумму чистой прибыли (чистого дохода) (D) предприятия за исследуемый период по инвестированной продукции, а за затраты (расходы) (P) – все вложения предприятия за исследуемый период за счет инвестиций.

Тогда инвестиционная эффективность деятельности предприятия будет вычисляться по следующей формуле:

$$E=D/P. \quad (1.4.5)$$

Для предприятий, входящих в горизонтальную интегрированную систему, по той же методике необходимо измерить интегральную инвестиционную эффективность как основной интегральный показатель, позволяющий оценить степень использования инвестированных ресурсов объединения. Интегральная инвестиционная эффективность функционирования такой системы показывает, какой интегральный экономический эффект получен от использования всех инвестированных активов объединения.

Для определения инвестиционной эффективности деятельности объединения формулу для E представим в виде:

¹ Ткачев А.Н. Интеграция систем агропромышленного комплекса/ А.Н.Ткачев, В. И. Лойко // <http://www.ej.kubagro.ru>.

$$E_a = (a \sum_{i=1}^n D_i) / (\sum_{i=1}^n P_i), \quad (1.4.6)$$

где E_a - интегральная инвестиционная эффективность функционирования объединения;

a – коэффициент синергии, $a > 1$;

D_i – чистая прибыль i -го предприятия;

P_i – всего расходов i -го предприятия;

n – число предприятий в объединении.

Таким образом, интегральная инвестиционная эффективность деятельности объединения равна частному от деления совокупной чистой прибыли на совокупные расходы, умноженному на коэффициент синергии (системности). Коэффициент синергии a учитывает результат согласованного взаимодействия объединившихся предприятий на своем сегменте рынка и может достигать значительных величин ($a \gg 1$), если объединение сможет диктовать свои цены на рынке. Однако недостатком данного метода является неопределенность исчисления коэффициента синергии. Достаточно сложно предположить, от какой базы необходимо исходить при расчете данного коэффициента, и будет ли она различаться в зависимости от отрасли и рыночного окружения.

Следующий подход в отечественной науке представлен попыткой вывести формулу оценки синергизма¹. Синергизм увеличивает доходы и усиливает денежные потоки корпораций-результатов. Эффект от слияния, поглощения и присоединения можно выразить следующим образом:

$$C_n = (D(PN)_n + D(PA)_n + (EE)_n) - (DIn + DTn + Io), \quad (1.4.7)$$

где n – расчетный период времени;

C_n – эффект после слияния;

$D(PN)_n$ – расчетная дополнительная прибыль от расширения масштабов деятельности;

¹ Гулин О.А. Статистический анализ эффективности и синергетического эффекта в отраслевых корпорациях/ О.А. Гулин, В.И. Щедров // <http://www.cfin.ru/Bandurin/article/sbrn02/index.shtml>.

$D(PA)_n$ – расчетная дополнительная прибыль от снижения риска за счет внутриотраслевой диверсификации деятельности;

$(EE)_n$ – экономия текущих производственных издержек;

DIn – дополнительные инвестиции на реконструкцию и расширение;

DT_n – прирост (экономия) налоговых платежей;

I_0 – инвестиции в момент поглощения.

Не менее важным мотивом того, что одна корпорация поглощает другую, является ожидание роста текущей стоимости и повышения эффективности или рыночной цены акций для акционеров, т.е. синергия означает появление при поглощении преимуществ, недоступных двум отдельно взятым хозяйственным единицам.

Рассчитать синергию можно используя стандартную формулу дисконтирования денежных потоков:

$$\text{Синергия} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1.4.8)$$

где ΔCF_t – разница к моменту t между денежными потоками консолидированной фирмы и суммы денежных потоков каждой компании отдельно; r – математическое ожидание коэффициента дисконтирования, рассматриваемое с учетом планируемой нормы рентабельности на собственный капитал поглощаемой компании.

Приращение денежных потоков равно следующему выражению:

$$\Delta CF_t = \Delta R_t - \Delta C_t - \Delta T_t - \Delta I_t,$$

где ΔR_t – приращение доходов от поглощения; ΔC_t – приращение издержек, ΔT_t – приращение налоговых отчислений, ΔI_t – приращение дополнительных инвестиций в оборотный капитал и основные средства.

Основываясь на данной формуле, появляется возможность разбить источники появления синергии на четыре основные категории: увеличение доходов, снижение издержек, сокращение налоговых отчислений и снижение дополнительных инвестиций. Оценка синергии является точной оценкой

эффекта слияния, однако на практике сложно выделить чистый эффект от приращения доходов и расходов именно за счет поглощения.

Приведенные методы обладают как достоинствами, так и недостатками. Тем не менее, некоторые из них распространены в отечественной практике, некоторые - в зарубежной. Различия в подходах мы попытаемся осветить во второй главе.

2. Современные проблемы слияний и поглощений

2.1. Тенденция объединения предприятий за рубежом

В первой главе были рассмотрены теоретические аспекты интеграции. Однако для исследования процесса необходимо изучить практику функционирования крупных интегрированных структур. Изучение тенденций объединения предприятий в зарубежных странах начнем с предпосылок объединения, далее рассмотрим интеграцию с помощью качественных и количественных критериев.

Слияния и поглощения компаний на протяжении всей своей истории носили волнообразный характер. Особенно отчетливо волны можно наблюдать на протяжении XX столетия. Можно выделить пять наиболее выраженных волн в развитии этих процессов, каждая из которых имеет свои особенности¹:

- волна слияний в 1897 - 1904 гг.;
- слияния компаний в 1916 - 1929 гг.;
- волна конгломератных слияний в 1965 - 1970 гг.;
- волна слияний в 80-х гг.;
- слияния во второй половине 90-х гг.

Волна слияний в 1897 - 1904 гг. Начало XIX в. экономика Соединенных Штатов встретила бурным экономическим ростом и не менее быстрорастущими издержками использования энергоносителей (в основном это было вызвано ростом стоимости угля). Естественно, многие корпорации стали задумываться над проблемой увеличения масштабов своей деятельности, которая могла бы помочь им сократить средние издержки производства продукции, а сделать это можно было при помощи проведения слияний с родственными компаниями. Таким образом, основным инструментом волны 1895 - 1904 гг. стали горизонтальные слияния. Помимо желания добиться экономии издержек от

¹ Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000.

увеличения масштабов деятельности, эта волна во многом была инициирована стремлением американских корпораций трансформироваться из региональных в национальные компании, так как законченная к тому моменту трансконтинентальная железная дорога значительно повысила мобильность ресурсного рынка Соединенных Штатов. Некоторые авторы упоминают также и иную цель, которую преследовало большинство корпораций, участвовавших в этой волне слияний, - увеличение монополистической мощи или, как определил ее Стиглер, «слияние для монополии». Волна пошла на спад еще в 1901 г., когда многие проведенные корпорациями слияния не оправдали возложенных на них надежд, а окончательно завершилась в 1904 г. с начавшимся спадом в экономике. Основными участниками этой волны были корпорации, принадлежавшие к тяжелой промышленности.

Практически во всех отраслях господствовали монополии, т.е. единственные доминирующие фирмы. Далее появились предприятия, которые можно считать предшественниками современных вертикально-интегрированных корпораций. Отличительной чертой большинства слияний в этот период стал их множественный характер: в 75% от общего количества слияний было вовлечено, по крайней мере, по 5 фирм, в 26% из них участвовало 10 и более компаний. Иногда объединялись несколько сотен фирм.

Слияния компаний в 1916 - 1929 гг. Как и первая волна слияний, вторая накрыла Соединенные Штаты в период экономического роста, начавшегося в 1922 г., а завершилась с приближением Великой депрессии в 1929 г. В отличие от предыдущей в этой принимали участие уже не только корпорации, принадлежащие к тяжелой промышленности, но и корпорации, принадлежащие к пищевой, химической и угледобывающей отраслям. Следует отметить, что именно в этой волне впервые приняли участие финансовые институты. Основной целью участвующих в ней корпораций были усиление монополистической силы и расширение сегмента своего рынка. Как и ранее, основными инструментами были вертикальные и горизонтальные слияния. Среди мотивов этой волны слияний чаще всего приводятся серьезные

изменения, произошедшие в 20-х гг. в системе коммуникаций, транспорта и технологии многих индустрий США.

В связи с действием антимонопольного законодательства слияние компаний в отраслях приводит уже к господству не монополии, а олигополии, т.е. к доминированию небольшого числа крупнейших фирм. Для этой волны в большей степени, чем для предшествующей, были характерны вертикальные слияния и диверсификация. Цель - стремление занять доминирующую позицию на рынке, контроль всего производственного цикла.

Волна конгломератных слияний в 1965 - 1970 гг. Для этого этапа характерен всплеск слияний фирм, занятых в разных видах бизнеса, т.е. слияний конгломератного типа. По оценке Федеральной торговой комиссии США, с 1965 г. по 1975 г. 80% слияний привели к образованию конгломератов. Число чистых конгломератных слияний возросло с 10,1% в 1948 - 1955 гг. до 45,5% в 1972 - 1979 гг. Жесткое антимонопольное законодательство ограничило горизонтальную и вертикальную интеграцию. Количество горизонтальных слияний сократилось с 39% в 1948 - 1955 гг. до 12% в 1964 - 1971 гг. Цель - расширение портфеля предлагаемой продукции.

Волна слияний в 80-х гг. Начиная с 1974-1975 гг. ситуация в экономике Соединенных Штатов начала меняться к лучшему, и рынок корпоративного контроля также начал выходить из комы. Процесс этот происходил достаточно долго - почти шесть лет, но когда, наконец, завершился, то разразилась новая волна слияний, в которой использовались все известные типы слияний, как, впрочем, и новые технологии рынка корпоративного контроля - жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. Основным толчком к новой волне слияний, наряду с аккумулярованием американскими корпорациями огромных потоков денежных средств и ростом капитализации фондового рынка, стала отмена администрацией Рейгана в 1980 г. многих ограничений, наложенных ранее на рынок корпоративного контроля, что позволило его игрокам применить новые технологии и более свободно использовать старые (впервые за последние тридцать лет). Наличие у корпораций внутренних и

внешних фондов для финансирования слияний и отсутствие жестких регулирующих ограничений на рынке корпоративного контроля позволили американским корпорациям провести новый раунд игры «А не купить ли мне эту компанию».

Наиболее распространенными инструментами этой волны стали:

1. Горизонтальные, вертикальные слияния, проводимые между крупными корпорациями.

2. Жесткие поглощения корпораций-конгломератов (достаточно часто тех самых, которые образовались в результате конгломеративной волны 60-х гг.), причем приобретенные активы корпорация-покупатель не интегрировала в свое производство, а просто разбивала купленную корпорацию на части, а потом с выгодой распродавала их как отдельные производственные единицы. Такие поглощения теперь принято называть «bust-up takeovers».

3. Выкупы долговым финансированием - новый тип слияний (иногда применяемый для реструктуризации корпорации), основной особенностью которого являлся используемый тип финансирования - сделка на 90% оплачивалась денежными средствами, полученными от эмиссии долговых инструментов.

Эта волна слияний затронула практически все индустрии экономики США: от нефтегазовой до пищевой и от аэрокосмической до банковской. Волна породила поток критики как от академической публики, так и от финансового рынка. Все они утверждали, что подобная небывалая активность рынка корпоративного контроля приводит к уменьшению конкуренции (действительно, большинство поглощений 80-х гг. проводились между конкурирующими компаниями), увеличению уровня безработицы в экономике (понятно, куда отправляются работники корпораций, которые были поглощены с целью bust-up) и сокращению уровня инвестиций компаний (особенно на научно-исследовательскую деятельность). К сожалению критиков и к счастью игроков рынка эмпирические исследования не подтверждают подобных фактов.

Волна пошла на убыль еще в ноябре 1987 г. и окончательно завершилась с наступлением периода относительного экономического спада в конце 1989 г.

В этот период удельный вес слияний конгломератного типа сократился. Более того, создание новых объединений сопровождалось разрушением ранее созданных конгломератов. Заметной становится тенденция враждебных поглощений. Учитывая смягчение антимонопольной политики, в этот период наиболее распространены горизонтальные слияния. Стратегические поглощения сфокусированы на основном бизнесе, поиск новых потенциалов синергии.

Слияния во второй половине 90-х гг. После серьезного кризиса в сфере слияний и поглощений на рубеже 1980 - 1990-х гг. и потрясений на рынке низкокачественных обязательств началась новая волна, вызванная уже преимущественно открытыми корпорациями. Сделкам этой волны слияний присущи следующие особенности: 1) применение новых критериев оценки управленческих решений и иных, более тесно связанных с движением рыночной стоимости фирмы методов оплаты (например, система так называемой «добавленной хозяйственной стоимости»); 2) расширение сферы мониторинга стратегических действий менеджеров, осуществляемого более профессиональными инвесторами (в 1980 г. институциональным инвесторам принадлежало менее 1/3 всех акций, к концу 1990-х гг. их доля превысила половину. Если, к тому же, учесть акции физических лиц на трастовом хранении, то их доля окажется еще больше); 3) заметную роль стала играть чистая эмиссия акций, выпускаемых американскими финансовыми корпорациями; 4) изменилась мотивация руководителей корпораций (по некоторым расчетам, «чувствительность» оплаты высших менеджеров к изменениям рыночной стоимости корпорации с 1980г. по 1998 г. возросла в 10 раз); 5) получила дальнейшее развитие тенденция к специализации или «фокусированию» хозяйственной деятельности высокодиверсифицированных компаний.

Как и в предшествующих волнах слияний и поглощений, реорганизация хозяйственной деятельности обеспечивала условия для новой аллокации ресурсов, но теперь эти операции чаще ориентировали на использование новых технологий, совершенствование средств сбора, обработки и передачи информации, преуспевание фирмы при глобализации товарных и финансовых рынков. Экономическая теория показала, что преобладающая часть радикальных инноваций вряд ли может появиться в недрах крупной корпорации. В последнее десятилетие усилилась тенденция к «дроблению» и отделению некоторых подразделений крупных компаний в качестве самостоятельных исследовательских фирм, что способствовало дальнейшей интенсификации инновационных процессов.

Указанные изменения, а также тщательно выстроенная на протяжении 1980-х гг. система защиты от поглощений существенно ослабили стимулы к агрессивному перехвату акционерного контроля и саму возможность подобного перехвата. Большинству слияний и «дроблений» предшествовали детальные переговоры корпорации-покупателя с советом директоров и менеджерами соответствующей компании. В случае неуспеха таких переговоров тендерное предложение, направляемое непосредственно владельцам акций, следовало редко. Как и в предшествующих волнах, слияния и поглощения 1990-х гг. сопровождалась интенсивными спекуляциями, усилившимися на рубеже нового тысячелетия потрясения на рынке акций. Однако намного меньшим (по сравнению со второй половиной 1980-х гг.) оставался масштаб банкротств, связанных с неудачными попытками реструктуризации хозяйственной деятельности.

С началом периода экономического роста 90-х гг. оживился и рынок корпоративного контроля, «оживление» продолжалось всю первую половину 90-х гг., а завершилось его рекордной капитализацией, которая в 1998 г. составила более 1,3 трлн. долл., и эксперты сходятся на том, что это еще далеко не конец. Как и в волне 80-х гг., в 90-х гг. используются все существующие

типы слияний, поглощений и выкупов долговым финансированием. В игре принимают участие практически все индустрии.

Наиболее популярным типом слияния является горизонтальная интеграция. Характерно объединение транснациональных корпораций, т.е. сверхконцентрация компаний. Огромный размах получили слияния и поглощения в финансовой сфере. Глобальные мегасделки, единый рынок Европы.

Таким образом, предпосылками объединения предприятий в зарубежных странах явились увеличение влияния и доминирование корпораций, стремление предприятий выжить в конкурентной борьбе, появление новых форм участия менеджеров в управлении корпорациями.

Объективные исторические предпосылки, обусловившие объединение предприятий, привели к тому, что интеграция стала характеризоваться определенными специфическими чертами, присущими той или иной стране. В своем исследовании нам хотелось бы охарактеризовать интеграцию через качественные критерии: методы интеграции, цели интеграции, условия применения интеграции, способы оценки, антимонопольное регулирование.

С конца 1970 - начала 1980-х гг. в США сравнительно широкое распространение получили такие формы реструктуризации хозяйственных операций, как выкуп с помощью долгового финансирования¹ (leveraged buy-out/ LBO), выкуп сегмента компании (прежними) менеджерами (management buy-out/MBO), рекапитализация в форме покупки за (наличные) деньги (leveraged cash-out/LCO) с финансированием посредством выпуска «мусорных» облигаций и промежуточным финансированием, возврат к статусу открытой корпорации и публичному размещению акций после выкупа (reverse leverage buy-out/RLBO), что предполагает чрезвычайно сильные перепады в соотношении собственных и заемных средств компании, и др.

¹ Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе/ А. Радыгин //http://www.antax.ru/doc/articles.htm.

Зарубежная практика при интеграции в основном преследует стратегические и корпоративные цели¹. Данные цели присущи зарубежной практике, поскольку там развита конкуренция, высоко концентрированы отрасли и развит фондовый рынок корпоративного контроля.

В практике зарубежных стран горизонтальная интеграция, как правило, применяется, в случае если отрасль высококонцентрирована, тогда горизонтальная интеграция эффективна при следующих условиях:

1.) если есть свидетельства, что на отраслевом рынке действуют крупные иностранные компании;

2.) если необходимо освоение новой технологии, если ожидается высокая эффективность деятельности новой структуры;

3.) если одна из компаний, входящая в состав этой новой структуры, испытывает серьезные финансовые трудности. Об этом свидетельствует следующее изречение.

Анализируя мировой опыт проведения антимонопольной (антитрестовской) политики², С. Фишер, Р. Дорнбуш и Р. Шмалензи указывают: «Антитрестовская политика до недавнего времени имела относительно небольшое значение вне пределов Соединенных Штатов. Правительства других стран стремились занять... мягкую позицию по отношению к слияниям и картельным соглашениям. В Канаде, Великобритании, Западной Германии и ряде других стран антитрестовская политика..., по американским «меркам» осуществляется не столь энергично». Правительства некоторых стран все еще занимают мягкую позицию по отношению к своим внутренним производителям с целью вытеснения с рынка зарубежных конкурентов и дают возможность внутренним фирмам действовать

¹ Сформулировано нами на основе: Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М.: Финансы и статистика, 2000; Кэмпбел Д. Стратегический менеджмент /Пер с англ. Н. И. Алмазовой. / Д. Кэмпбел, Дж. Стонхаус, Б. Хьюстон. – М.: ООО «Издательство Проспект», 2003; Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.: Альпина Паблишер, 2004; Булатов А. Н. Оценка экономической эффективности корпоративного управления на промышленных предприятиях: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / А. Н. Булатов – Казань, 2001.

² Касьянов Ю. Антимонопольное законодательство за рубежом: позитивный опыт/ Ю. Касьянов //Мировая экономика и международные отношения. – 2004. - №8. - С.15-25.

подобно монополиям. Таким образом, неудивительно, что зарубежные фирмы часто практикуют меры, которые носили бы незаконный характер в условиях американских антитрестовских законов. Из данного факта вытекает крайне важное для России положение: национальная монополия, концентрируя конкурентные преимущества данной страны, способна успешно противостоять международной конкуренции.

Что касается оценки эффективности, то в зарубежной практике в основном используются следующие методы: простейший метод определения экономических выгод; метод сравнительного анализа; метод дисконтирования потоков денежных средств, оценка стоимости активов.

Данные методы используются в зарубежной практике¹, поскольку существует развитый фондовый рынок и имеет место относительная предсказуемость будущих доходов при прочих равных условиях, в случае если компания не публичная, то применяется метод оценки стоимости активов.

Антимонопольное² законодательство ведущих западных стран сформировалось примерно к середине 80-х гг. XX века. Как заметили в своем исследовании Ф. Шерер и Д. Росс: «Соединенные штаты были... первой страной, начавшей проводить активную антитрестовскую политику. В других странах эта политика... молода, и... о ней почти нечего сказать». Согласно Э.Дж. Долана и Д. Линдсея: «По уровню активности и изощренности, антимонопольных мер США далеко превосходил и все остальные страны; по сравнению с американской их практика регулирования отличалась высокой сдержанностью». Тем не менее, даже в стране, где антитрестовское регулирование ведет отсчет с конца XIX в., ряд его ключевых положений был принят только к концу XX столетия.

¹ Сформулировано нами на основе: Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М.: Финансы и статистика, 2000; Кэмпбел Д. Стратегический менеджмент /Пер с англ. Н. И. Алмазовой. / Д. Кэмпбел, Дж. Стонхаус, Б. Хьюстон. – М.: ООО «Издательство Проспект», 2003; Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.: Альпина Паблишер, 2004; Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

² Касьянов Ю. Антимонопольное законодательство за рубежом: позитивный опыт/ Ю. Касьянов //Мировая экономика и международные отношения. – 2004. - №8. - С.15-25.

Специфику американского подхода к осуществлению антитрестовского регулирования можно охарактеризовать цитатой из одного решений Верховного суда США: возможная эффективность не может быть использована как аргумент в защиту незаконности. Подобный подход в определенной степени обусловил двусмысленную роль антитрестовского законодательства, в ряде случаев сдерживавшего развитие предприятий.

В отличие от США в европейских странах, которые рассматривали процессы концентрации как необходимое условие повышения конкурентоспособности своих производителей на мировом рынке, эффективность использовалась как аргумент, игнорирующий условия обеспечения внутренней конкуренции на основе структурных критериев. Европейское антимонопольное законодательство содержит более широкие возможности защиты на основе эффективности, чем судебные прецеденты США. Слияния, которые нарушают структурные критерии, разрешены, если они ведут к улучшению условий конкуренции, перевешивающему издержки доминирования на рынке.

Политика повышения уровня концентрации национальной промышленности западноевропейских стран сохраняется до настоящего времени. Руководство Европейского Сообщества не ставит целью воспрепятствовать образованию монополий, считая это явление прогрессивным для своих стран. По его мнению, создание монополий на европейском рынке не ведет к исчезновению конкуренции, а только меняет ее форму, побуждая к прогрессу путем совершенствования методов производства, растущей дифференциации качества и ассортимента товаров и услуг. Итальянский экономист Л. Берти указывает: «При разработке норм антимонопольного законодательства и обеспечения конкуренции следует также иметь в виду и такой... фактор, как размер... предприятия и его позиции в новых условиях конкурентной борьбы. То или иное предприятие может быть монополистом на национальном рынке, но именно такое его положение обеспечивает ему выгоды на международном рынке».

В Японии отношения «бизнес - государство» направлены, прежде всего, на повышение конкурентоспособности национальной экономики. В ходе решения данной задачи сложилось либеральное отношение государства к слияниям компаний и картелям и фактическое игнорирование антимонопольного органа в процессе выработки промышленной политики. По словам Д. Муссати, в Японии, где лидеры бизнеса сумели обойти антимонопольные нормы, сложилась и продолжает существовать ситуация, когда в экономике хозяйничают если не монополии в прямом смысле слова, то, безусловно, олигополии. С. Никитин, Е. Глазьева и М. Степанова отмечают, что в основе структуры японской экономики, «если говорить о крупном производстве, лежали такие организационные формы, которые при строго формальном следовании букве антимонопольного закона должны были трактоваться как явно монополистические. История показала, что данная особенность развития народного хозяйства Японии явилась одним из мощных факторов, способствовавших ее экономическим успехам».

Во всех развитых странах законодательством предусмотрен контроль слияний. Жесткость регламентации слияний в них различна.

Горизонтальная интеграция присуща зарубежной экономической системе и сегодня. Однако, кроме традиционных слияний и поглощений, в США и Европе активно используются такие методы интеграции, как выкупы долговым финансированием. При этом достаточно часто в основу планирования диверсификации закладываются стратегические и корпоративные цели, поскольку наблюдаются усиление конкурентного давления и разделение организации труда между собственниками и менеджерами. Отличительными особенностями горизонтальной интеграции в зарубежных странах является и то, что слияния образуются в рамках высокой концентрации отраслей. В связи с этим происходит снижение конкурентной активности. Однако многие страны поддерживают своих производителей, даже если это может привести к снижению качества продукции и эффективности производства.

После представления качественных критериев, необходимо дополнить анализ количественными показателями. Для этого мы изучили динамику процессов слияний и поглощений.

Мировой объём сделок СиП вырос в 2010 г. на 20% по сравнению с предыдущим годом и составил 2,25 трлн долл.¹. На развивающиеся страны пришлось около 17% рынка. Больше всего сделок состоялось в энергетическом секторе.

Нестабильность внутренней экономической ситуации не мешает испанским компаниям проводить масштабные слияния и поглощения за рубежом. По статистике аналитической фирмы Dealogic, испанские компании в 2010 г. совершили сделок на 88,2 млрд долл. по сравнению с 33,7 млрд долл. в 2009 г. Среди стран Европы по этому показателю Испания в 2010 г. поднялась с восьмой позиции на четвертую. На её долю приходилось 10,5% общеевропейского объема сделок между компаниями, это максимальный результат «в личном зачете» с 2006 г.

Швейцарский трейдер Glencore договорился о приобретении у горнодобывающей компании Xstrata Plc. подразделения Prodeco, занимающегося добычей угля в Колумбии. Сумма сделки составила 2,25 млрд долл. Речь идет об обратном выкупе: ранее Glencore был вынужден продать Xstrata угледобывающие операции в Колумбии за 2 млрд долл. из-за дефицита ликвидности, однако сохранил за собой право выкупить актив.

Внешние инвестиции Китая составили в 2010 г. около 59 млрд долл., из которых 40% составили расходы на сделки в рамках слияний и поглощений. Китайские компании покупали за рубежом как готовые предприятия, так и различные перспективные проекты и старт-апы. В Китае сделки СиП идут в основном в двух направлениях: покупка сырьевых активов за рубежом и консолидация местных металлургических предприятий.

В сырьевом секторе компания Wuhan Iron & Steel, один из крупнейших сталепроизводителей КНР, объявила о планах приобретения за 68,5 млн долл.

¹ Павлов Б. Новости компаний: слияния и поглощения <http://www.biz-expo.ru/php/content.php?id=538>

60% железорудного проекта Bong в Либерии, запасы которого оцениваются в 4 млрд т. В минувшем году Wuhan купила 19,9% акций канадской компании Consolidated Thompson Iron Mines Ltd. за 240 млн долл. и 13,04% акций в австралийской сырьевой компании Centrex Metals Ltd.

Государственная горнодобывающая компания East China Mineral Exploration and Development Bureau (ECE) объявила о покупке за 1,22 млрд долл. бразильского железорудного месторождения Jupiter у местной Bemai Participacao e Administracao Ltd. Запасы месторождения оцениваются в 1,4 млрд т при среднем содержании железа 40%. Ежегодная добыча составляет 3 млн т, но к 2012 г. ECE планирует нарастить добычу до 20 млн т.

Самой крупной сделкой в Китае в рамках слияний и поглощений в 2010 г. стало приобретение второй по величине в стране нефтехимической компанией China Petrochemical Corp (Sinopec) 40% акций бразильской компании Repsol YPF SA за 7,1 млрд долл. Repsol YPF SA принадлежит недавно открытое крупнейшее на американском континенте месторождение нефти.

Начало 2011 г. свидетельствует об активизации рынка слияний и поглощений. Крупнейшей сделкой начала 2011 г. стало поглощение компанией Duke Energy американской Progress Energy за 26 млрд долл. В первой декаде января компания DuPont объявила о решении приобрести датскую Danisco за 5,8 млрд долл.

Второй ежегодный анализ ситуации на европейском рынке сделок, подготовленный NetJets Europe, показывает определенную долю оптимизма относительно рыночной активности в 2012 году, несмотря на мировой экономический кризис¹. Отчет предсказывает значительное увеличение объемов сделок и их стоимости, особенно в трансграничных сделках в будущем году. Более половины респондентов (53%) ожидают усиление активности на рынке M&A в будущем году с одновременным ростом ее стоимости на 251 млрд евро до приблизительно 2 трлн евро, что на 14,5% больше показателей

¹ <http://www.finmarket.ru/z/nws/news.asp?id=2626342>

2011 года. Тем не менее значительный процент респондентов (13%) выразили некоторую неуверенность в прогнозе на будущий год.

Во втором ежегодном анализе *Doing the Deal* исследовались мнения 150 европейских специалистов по заключению сделок среди частных акционеров, из инвестиционных банков, бухгалтерских и юридических фирм, которые были вовлечены в процесс совершения сделок в объеме равном 158 млрд евро в прошлом году.

В обзоре говорится, что объединение - это тенденция, которая будет наблюдаться в 2012 году, поскольку 45% респондентов называют это ключевым драйвером активности на рынке слияний и поглощений в будущем году. Однако также был отмечен и рост оппортунистических настроений на этом рынке: чтобы заключать сделки, байеры будут действовать быстрее, по возможности форсируя события враждебными или агрессивными поглощениями в нестабильных условиях рынка. Размещение непрофильных активов (тенденция характерная для экономического спада) остается ключевой возможностью для 38% продавцов. Финансов не хватает, и экономическая ситуация остается нестабильной, но получение доступа к финансам (55%) и затягивающееся ослабление рынка (52%) считаются основными вызовами для роста рынка слияний и поглощений в 2012 году.

Российские участники опроса не столь негативно как остальные оценивают финансовый рынок 2012 года: только 40% считают нехватку капитала главным препятствием для слияний и поглощений в этом году по сравнению с 75% британских и более 50% французских респондентов. Вместо этого большинство российских экспертов (64%) беспокоит затянувшееся ослабление рынка.

Энергетика, добывающая промышленность, коммунальное хозяйство, как ожидается, станут самими динамичными областями на рынке слияний и поглощений в 2012 году и в будущем. 44% опрошенных считают, что это ключевые рынки для объединений и стратегических поглощений в будущем

году, а 42% говорят о том, что они останутся столь же активными и в последующие 5 лет.

Российские респонденты считают сектор технологий, медиа- и телекоммуникаций (ТМТ) самым активным на рынке слияний и поглощений в 2012 году, а также в последующие 5 лет. Следом за ним идут всегда динамичные сектора энергетики и ресурсов. Стоит также отметить, что около одной трети указывают на потребительский сектор как на самый оживленный на рынке слияний и поглощений 2012 года, что отражает недавний потенциал и объявленные сделки, включающие приобретение иностранных компаний.

Участники опроса считают, что трансграничные сделки слияний и поглощений в основном мотивируются необходимостью быстро зайти на растущие рынки (55%), особенно в контексте более медлительных экономик развитых стран.

Большинство респондентов (68%) ожидают увеличение количества трансграничных сделок в этом году, вызванное страстью к международным инновациям и растущей уверенностью инвесторов. Более половины опрошенных считают, что Китай станет самым активным целевым рынком в 2012 году (56%) и в последующие 5 лет (52%), но российские респонденты обращают на Китай меньше внимания, нежели другие участники опроса.

Большинство (68%) опрошенных считают, что выбранные источники приобретения во многом зависят от приобретения профессиональных контактов.

Наряду с последними экономическими тенденциями развивающиеся рынки, такие как Китай (48%) и Индия (39%), были выделены как наиболее активные в плане слияний и поглощений в будущем году. США (35%), Бразилия (29%) и Германия (23%) закрывают первую пятерку стран в этом списке. Великобритания упала на восьмое место с четвертого в прошлом году. Только 12% участников опроса считают, что она будет энергично действовать на рынке слияний и поглощений в будущем году.

Участники опроса считают, что трансграничные сделки слияний и поглощений в основном мотивируются необходимостью быстро зайти на растущие рынки (55%), особенно в контексте более медлительных экономик развитых стран. Но также одной из движущих сил является увеличение доли рынка и расширение географического влияния компании (54%), достижение экономии за счет масштабов (45%) и захват международных инноваций (39%). Интересен тот факт, что компании в развивающихся странах часто обращаются к западу в вопросе инноваций.

Большинство респондентов (68%) ожидают увеличение количества трансграничных сделок в этом году, вызванное страстью к международным инновациям и растущей уверенностью инвесторов. Более половины опрошенных считают, что Китай станет самым активным целевым рынком в 2012 году (56%) и в последующие 5 лет (52%), но российские респонденты обращают на Китай меньше внимания, нежели другие участники опроса.

Исследование показало, что слияния и поглощения обладают отличительными особенностями в различных странах. Количественный и качественный анализ показал, что сделки по слияниям и поглощениям играют активную роль в экономической системе многих стран. Следовательно, опыт зарубежных стран можно использовать и в отечественной практике для создания и управления процессами слияний и поглощений. Следующим этапом будет изучение специфики формирования слияний и поглощений в Российской Федерации.

2.2. Специфика развития слияний и поглощений в Российской Федерации

Сначала проследим историю развития интеграционных процессов в Российской Федерации, а затем проанализируем особенности горизонтальной интеграции с помощью критериев, использованных в предыдущем параграфе.

В советский период интеграционные процессы в производстве имели свою специфику¹. На протяжении этого исторического периода предпринимались попытки внедрить различного рода объединения, комбинаты, комплексы и другие формы территориальной и отраслевой организации производства с целью рационального использования ресурсов и получения народнохозяйственного эффекта. При этом критерии интеграции определялись в большей степени не экономическими соображениями. При объединении предприятий использовались планово-административные методы. Взаимосвязи между предприятиями в планово-административной экономике устанавливались и регулировались плановой системой, а не непосредственными участниками. Отношения между предприятиями скорее являлись вертикальными, чем горизонтальными, поскольку предприятия были тесно интегрированы с вышестоящими административными органами, а горизонтальные связи с другими предприятиями были довольно слабыми.

В плановой экономике основной критерий объединения – народнохозяйственная эффективность и целесообразность. Существовали методики, позволяющие рассчитать и то, и другое, - соответственно, одно и то же решение могло оказаться как эффективным, так и неэффективным. Но, как правило, этот принцип приводил к тому, что создавались структуры, где все процессы имели высокую степень технологической взаимосвязанности.

¹ Антонов Г. Д. Предпосылки интеграции и эволюция интеграционных структур в России / Г. Д. Антонов, О. П. Иванова // Менеджмент в России и за рубежом. - 2002. - №5. – С.32-41.

В рыночной экономике критерием экономической эффективности служит коммерческая прибыльность. Это приводит к тому, что разнообразие форм объединений существенно шире, чем в плановой экономике.

Помимо объективных требований и тенденций, у России появились специфические обстоятельства, активизирующие интеграционные процессы в промышленности и других отраслях бизнеса. Потеря управляемости, обвальное падение спроса и объемов производства, недостаток инвестиций и оборотных средств, сокращение государственных заказов и крайняя неопределенность перспективы обусловили необходимость поиска новых форм кооперации, проведения интеграции.

К объединению в крупные структуры предприятия побуждают и такие специфические российские факторы, как необходимость восстановления разрушенных производственно-технологических связей и структурной перестройки производства, что невозможно без координации деятельности всех звеньев технологической цепочки и привлечения крупных финансовых ресурсов, а также рост трансакционных издержек в результате изменения характера взаимоотношений между предприятиями в ходе экономической реформы.

Системные преобразования разрушили вертикальный «пучок» предприятий, они вынуждены были устанавливать связи с другими предприятиями на основе контрактных отношений. Изменения конъюнктуры рынка заставляют предприятия объединяться, чтобы иметь возможность переключаться на выпуск пользующейся спросом продукции, диверсифицировать риск.

Объединения предприятий, выпускающих аналогичную продукцию, создавались не только для конкуренции на мировых рынках, но и для создания формальных рамок раздела внутренних рынков.

За прошедшие 15 лет произошла резкая и масштабная деинституционализация российской экономики, разрушившая институциональные связи предприятий с другими организациями и субъектами.

Была ликвидирована отраслевая структура экономики. Сейчас существуют только три административные отрасли – газовая (ОАО «Газпром»), электроэнергетическая (РАО «ЕЭС Россия») и железнодорожная (МПС). Большинство отраслей, лишившись координирующих структур, превратились в раздробленные совокупности предприятий, конкуренция между которыми из сферы улучшения качества или снижения издержек на производство продукции переходит в сферу борьбы за региональные привилегии.

С точки зрения организационных преобразований наиболее типичной стратегией выживания предприятий в 1991 - 1995 гг. была стратегия вхождения в вертикальные структуры (корпоративные группы), организованные из отраслевых структур или создаваемые заново. В этот период была велика роль корпоративных объединений, большей частью реорганизованных из бывших министерств и их подразделений. Многие предприятия старались оставаться элементом подобных структур, что позволяло им получать помощь в снабжении и сбыте, во внешнеэкономической деятельности, финансовую поддержку, участвовать в лоббировании интересов в верхних эшелонах власти.

Если в административно-плановой экономике число типов объединений предприятий исчислялось десятком, то в рыночной (например, в США) их сотни. В переходной экономике России типов объединений – больше ста. И структура, или фазовые портреты, этих организаций, их зоны гораздо разнообразнее, чем в США: сказались результаты приватизации. Если в административно-плановой экономике существовал критерий технологической целесообразности, в рыночной – критерий прибыльности, то критерий, которым руководствовались предприниматели, участвующие в приватизации, не является ни тем, ни другим. Субъекты ориентировались на стратегическую прибыль, на захват рынков либо на приобретение тех или иных активов. Короткие сроки приватизации обусловили возникновение в России объединений совершенно различных объектов народного хозяйства. Появились промышленные, финансово-промышленные, финансово-коммерческие группы.

До 1995 г. можно было говорить о двух разных секторах экономики переходного периода: коммерческих фирмах и приватизированных и неприватизированных государственных предприятиях. После 1995 г. произошел качественный скачок: заметные позиции занял смешанный сектор, где представители «новых» и «старых» приватизированных предприятий оказались вместе в различных объединениях, начали «играть» по одним и тем же правилам, у них формировалась общая корпоративная культура.

Процесс – с одной стороны, децентрализации государственного сектора, а затем его укрупнения и образования промышленных и финансово-промышленных групп, с другой стороны, процесс образования и укрупнения коммерческого и финансового капитала – происходили параллельно до 1995 г.

В 1995 г. вновь созданные коммерческие, финансовые, финансово-коммерческие группы, возникшие в результате приватизации, промышленные предприятия, а также трансформированные промышленные и финансово-промышленные группы стали объединяться. Коммерческие фирмы и финансово-коммерческие группы начали покупать промышленные предприятия, участвуя в приватизации, залоговых аукционах, конкурсах, и создавать торгово-финансово-промышленные объединения. Примеры – «Менатеп», «Альфа», «ОНЭКСИМ», «Микродин», «ЛогоВАЗ». Такие объединения носят временный характер: они будут существовать только в переходный период. Управление образованными в последние годы группами осложняется такими аспектами, как масштаб, неоднородность объектов управления, несвязанность их между собой.

Во второй половине 90-х гг. начался процесс упорядочивания российских холдингов. Предприниматели начали искать логику своего бизнеса. Многие холдинги стали изменяться. В результате в течение последних пяти лет фактически происходит второй передел собственности. Это не тот передел, которым любят пугать политики. Это нормальный и естественный процесс, может быть, пока не всегда цивилизованный по своей сути, но уже направленный на то, чтобы казаться цивилизованным извне. И это уже большой шаг вперед.

Многие диверсифицированные корпорации формируются, как и ранее, за счет размещения свободных денежных средств – покупаются наиболее перспективные бизнесы или просто те предприятия, которые продаются в настоящий момент. Одной из главных целей является достижение устойчивости холдинга за счет создания бизнес-портфеля, сбалансированного с точки зрения жизненных циклов различных отраслей и подверженности влиянию рыночной конъюнктуры.

Большая часть вертикально интегрированных компаний была выстроена нефтяными компаниями, металлургами. Интеграция назад, как правило, была необходима для защиты от монополизма поставщиков. Интеграция вперед объяснялась желанием увеличить добавленную стоимость – иными словами, получать большую прибыль.

Многие горизонтально-интегрированные холдинги образовывались путем покупки конкурентов. Вследствие этого увеличивается доля рынков, эффект масштаба приводит к снижению удельных издержек на разработки, производство и продвижение. Правда, в результате некоторые компании стали ощущать себя монополистами национального масштаба.

Происходит строительство правовой инфраструктуры. Созданы базовые элементы современного корпоративного права – «правила игры», законодательно определяющие формы, механизмы образования крупных интеграционных структур. Интенсифицируется процесс формирования корпоративного звена рыночного типа.

Таким образом процесс интеграции предприятия стал достаточно заметным явлением для 1997г. – первой половины 1998 г., однако его можно было рассматривать в тот период прежде всего как защитную центростремительную реакцию микроуровня в отдельных неконкурентоспособных или депрессивных секторах российского реального сектора экономики. В конце 1998 - 1999 гг. происходил более масштабный процесс усиления роли государства – федерального центра и региональных властей.

Процесс интеграции продолжается и по сей день. Однако экономика России предпочитала вертикальную интеграцию, так как данная форма удовлетворяла в условиях кризиса неплатежей. В настоящее время наметился интерес к горизонтальной форме интеграции, хотя данная форма еще не приобрела значительных масштабов. Горизонтальная интеграция наблюдается в пищевой промышленности и машиностроительной отрасли. Примером такой интеграции является наблюдаемая консолидация активов пивного холдинга ВВН («Балтика», «Ярпиво»), объединение энергомашиностроительных компаний в концерн «Силовые машины».

История развития крупных структур в отечественной промышленности отличается от зарубежной практики, а именно: создание структур происходило централизованным способом на протяжении советского периода, и в 90-е гг. произошел резкий скачок к стихийному процессу образования интеграционных объединений. Если рынок США и Европы на протяжении 100 лет в процессе эволюции подошли к устойчивому и упорядоченному рынку слияний и поглощений, то для Российской Федерации многие приемы и методы данного рынка еще не известны и законодательно не закреплены. Поэтому следующим этапом изучения будут исследования методов объединения предприятий, условия образования горизонтальных структур, применение методов оценки при слияниях, мотивы объединения и антимонопольное регулирование процессов горизонтального слияния.

В практике слияний российских компаний в 1991 - 2000 гг. превалировала тенденция «враждебных поглощений». «Враждебные поглощения – одна из форм интеграционных операций, имеющих те же черты, что и любые интеграционные сделки.

Большинство российских «враждебных поглощений» не могут быть квалифицированы в соответствии с иностранными дефинициями¹. Спектр способов получения контроля над компанией-целью в процессе «враждебной

¹ Леонов Р. «Враждебные поглощения» в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики/ Р. Леонов //Рынок ценных бумаг. – 2000. - №24(183). - С.35-39.

атаки» не подпадает ни под какие модели и критерии, принятые международным бизнес-сообществом. Методы российских «враждебных захватов» чем-то напоминают российские же интеграционные сделки по получению контроля над капиталом, активами или сделками, которые используются с 1991 г.

Из подобных сделок только небольшая часть может быть квалифицирована как классические образцы слияний и поглощений. При этом большая часть российских интеграционных операций квалифицируется как «захваты», во-первых, из-за оказанного сопротивления, и, во-вторых, при наличии конкурента - захватчика. В данную категорию попадает значительное количество сделок, а отсутствие устоявшихся норм и правил и всеобщая коммерциализация государственных и иных общественных институтов существенно расширили круг так называемых «заинтересованных участников».

В России частота использования сделок по «враждебному поглощению» предопределяется следующими условиями: изначальное сохранение условий монополизации экономики, которая была унаследована от советской экономики; основной экспортный поток доходов формируется на 2000 российских предприятий; большая часть предприятий–производителей экспортных товаров, так называемые «компании-цели», уже были включены в те или иные группы компаний к августу 1998 г. А также сформировавшаяся стабильная структура акционеров возможных компаний-целей в условиях краха фондового рынка 1998 г. не позволила в большинстве случаев получать контроль над компанией–целью путем приобретения пакетов акций на вторичном рынке до середины 2000 г.; возможность снижения стоимости сделки по получению контроля посредством приобретения долговых обязательств и сохранения «инкогнито»; отсутствие нормативного регулирования сделок с долговыми обязательствами.

Основные причины «непопулярности» и возможные трудности при осуществлении классических слияний и поглощений в России были следующие:

1.) Трудоемкая и капиталоемкая процедура сделки (необходимость в проведении в большинстве случаев нескольких собраний акционеров/участников; квалифицированное «голосование»; согласование с государственными органами; финансовые издержки; затраты на приобретение акций у несогласованных акционеров; снижение ликвидности общества – приобретателя акций).

2.) Влияние кредиторов (право досрочного прекращения обязательств, возможные выплаты).

3.) Наличие задолженности присоединяемой компании перед бюджетом и внебюджетными фондами и издержки по ее реструктуризации. Наличие ценных бумаг на иностранных рынках (АО «Черногорнефть», разместившее АДР).

4.) Требования по составлению и наличию информации в передаточных актах и разделительном балансе.

5.) Налоговые последствия.

6.) Предполагаемые противоречия между группами акционеров.

1995-2003 гг. Характерными особенностями слияний и поглощений в России являются: характер юридического оформления, роль государства, влияние глобализации, по-прежнему преобладают поглощения через банкротства¹.

2004-2005 гг. На рынке недружественных поглощений в 2004 году обозначился кризис². За неполные полтора десятка лет многие предприятия сменили собственника, некоторые даже по несколько раз. Так или иначе, становится все больше предприятий, в которых контрольные доли участия в уставном капитале по меньшей мере консолидированы. Во многих случаях у одного собственника оказываются сосредоточенными более 75% акций.

Собственники предприятий, пережившие несколько попыток недружественного поглощения, стали более опытными и искушенными в вопросах организации корпоративной защиты. Кроме того, если раньше многие

¹ Пирогов А. Особенности слияний и поглощений российских компаний/ А. Пирогов //Управление компанией. – 2002. - №5. - С.65-70.

² Браславская М. Итоги 2004 года на рынке М&А/ М. Браславская, Д. Путилин //Слияния и поглощения. - 2005. - №2. - С.1-12.

процессы на рынке протекали скрытно, то в настоящее время количество латентных случаев захвата практически сведено к нулю. Можно выделить несколько основных обстоятельств, которые оказывают разрушающее воздействие на основы рынка недружественных слияний и поглощений. Среди них: кризис перепроизводства на рынке консалтинговых услуг; возникшие затруднения на черном рынке заказных «судебных актов»; кризис идей на рынке враждебных слияний и поглощений. В связи с повышением издержек, необходимых для захвата компаний, будет снижаться прибыль участников рынка, что заставит их направить основные силы на минимизацию собственных затрат. В конечном итоге это приведет к постепенному отказу от использования в корпоративной борьбе «купленных» судебных определений и решений.

Временная предрасположенность отечественного рынка к силовому варианту решения корпоративных проблем обусловлена тем, что старая система враждебных поглощений отходит в прошлое, а новая - цивилизованная еще не появилась.

Основные причины, усилившие процесс слияния и поглощения в России¹.

Во-первых, не завершен процесс реальной приватизации, и примерно 1/3 собственности после ваучерной приватизации оказалась в руках неэффективных собственников, которые не могут извлечь из этой собственности нормальный доход и прибыль и поэтому находятся в долгах «как в шелках». Об этом свидетельствует тот факт, что около 40% российских предприятий и организаций в благоприятном 2000 г. при общей рекордной прибыльности в народном хозяйстве остались убыточными. Поэтому неизбежен дальнейший передел собственности и ее переход от неэффективных собственников к более эффективным.

Во-вторых, в ряде отраслей не проведены институциональные реформы, и структура предприятий в основном осталась такой же, как и была при плановом, централизованном хозяйстве, что противоречит рыночным реалиям.

¹ Ильинская Н.В. Слияния и поглощения в современной России: анализ и тенденции/ Н.В. Ильинская //Бизнес Академия. – 2003. - №2-3(24). - С.33-39.

В-третьих, в результате приватизации в ряде отраслей образовалось множество мелких и неэффективных компаний, которые сейчас укрупняются, в том числе, так сказать, «по инициативе сверху».

В четвертых, сегодня для предприятий болезненная тема – нехватка оборотных средств. В отличие от развитых рыночных стран в России практически отсутствует рынок капитала. Высокий процент за кредит связан с повышенной инфляцией, и преобладание «коротких» денег в банках сводит к минимуму инвестиционные кредиты. Отсутствие крупных негосударственных пенсионных фондов, паевых фондов, неразвитость страховых обществ лишают реальный сектор «длинных» рублей. Предприятиям и организациям для финансирования экономического роста прежде всего приходится полагаться на собственные средства. Тем более что приток прямых иностранных инвестиций в страну минимален. В этих условиях крупным объединениям, концернам, холдингам выживать намного легче, чем мелким и средним по размерам предприятиям и организациям, что также подхлестывает процесс поглощения и слияния.

В-пятых, низкая рыночная капитализация подавляющего большинства предприятий и организаций (в среднем она в 3 - 5 раз ниже показателей других рыночных стран в расчете на сопоставимые параметры) резко облегчает процедуру слияния и поглощения. Этому во многом содействует и небывало высокая прибыльность экспортно-ориентированных предприятий и организаций, сложившаяся из-за рекордно благоприятной конъюнктуры цен мирового рынка на нефть, газ, металл, что в совокупности составляет примерно 70% экспорта России. За счет этого страна получает дополнительно по 35 млрд. долл. экспортной выручки, большая часть которой поступает непосредственно частным экспортерам и в определенной части используется ими для присоединения нужных им предприятий и организаций.

И последнее. Не менее 2/3 российских предприятий имеют долги перед бюджетом, перед поставщиками или перед банками. При этом у значительной части долг так велик, что выплатить его практически невозможно из-за

прогрессирующего роста сумм долга за счет пеней и штрафов. Такие предприятия и организации попадают под действие закона о банкротстве.

Все сказанное выше свидетельствует о том, что рынок Российской Федерации преследует цели на уровне функциональных областей предприятия.

На практике горизонтальная интеграция отечественных предприятий вызвана низкой концентрацией отрасли.

Что касается экономики России, то вопреки распространенному мнению одной из ее важных особенностей перед началом рыночных реформ было отсутствие структурной монополизации экономики¹. Ведущий западный специалист по экономике стран Восточной Европы А.Ослунд, являющийся в 1991-1994 гг. экономическим советником российского правительства, указывал, что «монополизация российской промышленности в значительной степени была мифом... На национальном уровне концентрация промышленности была невелика... Крупнейшие российские предприятия были меньше, чем во многих странах, входящих в Организацию Экономического сотрудничества и развития... По западным меркам, в России было также чрезвычайно мало национальных монополий... По любым международным стандартам... российская промышленная структура была необычайно конкурентоспособной».

Оценка эффективности². Оценка стоимости компании, основанная на определении стоимости ее чистых активов, нашла отражение в российском законодательстве. Данный метод оценки используется в отечественной практике в силу адаптации к бухгалтерскому учету и показателям эффективности в отечественной промышленности.

¹ Касьянов Ю. Антимонопольное законодательство за рубежом: позитивный опыт/ Ю. Касьянов //Мировая экономика и международные отношения. – 2004. - №8. - С.15-25.

² Сформулировано на основе: Павлов О. Как спроектировать будущее/ О. Павлов, Д. Родионов // Рынок ценных бумаг. – 1997. - №20(107). - С.19-23.; Ткачев А.Н. Интеграция систем агропромышленного комплекса/ А.Н.Ткачев, В. И. Лойко // <http://www.ej.kubagro.ru>; Гулин О.А. Статистический анализ эффективности и синергетического эффекта в отраслевых корпорациях/ О.А. Гулин, В.И. Щедров //<http://www.cfin.ru/Bandurin/article/sbrn02/index.shtml>.

Антимонопольное регулирование¹.

К источникам антимонопольного законодательства относятся:

-Конституция Российской Федерации: гарантируется единство экономического пространства, свободы перемещения товаров, услуг и финансовых средств, поддержка конкуренции, свобода экономической деятельности (ст. 8);

не допускается экономическая деятельность, направленная на монополизацию, недобросовестную конкуренцию (ст. 34);

-Гражданский кодекс Российской Федерации: не допускаются действия граждан и юридических лиц, осуществляемые исключительно с намерением причинить вред другому лицу, а также злоупотребление правом в иных формах;

не допускается использование гражданских прав в целях ограничения конкуренции, а также злоупотребление доминирующим положением на рынке (ст. 10);

-Кодекс РСФСР об административных правонарушениях (ст. 19.5, 19.8, 23.48, 28.3, 28.7);

-Уголовный кодекс Российской Федерации (ст. 178);

-Федеральный закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (в редакции Закона РФ от 09.10.2002 г. N2 122-ФЗ.);

-Федеральный закон от 23 июня 1999 Г. N2 117 ФЗ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг»;

¹ Сформулировано нами на основе: Васильев С.Н. Закон «Об акционерных обществах и антимонопольное законодательство/ С.Н. Васильев //Акционерный вестник. - 2005. - №5(20). - С.8-9.; Спектор Е. О. соответствии нормам гражданского и антимонопольного законодательства деятельности некоторых федеральных органов исполнительной власти в рамках проводимой административной реформы/ Е. О. Спектор //Право и экономика. – 2005. - №5. - С.10-12.; Бурмистрова Т. Экономическая концентрация в России и государствах ЕС/Т. Бурмистрова, Г. Мартыненко //Право и экономика. - 2004. - №5. - С.13-24.; Гукасян Л.Е.. Пути совершенствования отечественного законодательства о защите от недобросовестной конкуренции/ Л.Е. Гукасян, А.В. Залесов, Д.И. Серегин //Законодательство и экономика. - 2004. - №5(241). – С.50-60.; Кузьмина М.Н. Применение антимонопольного законодательства/ М.Н. Кузьмина //Арбитражная практика. – 2005. - №7. - С.63-72.; Куншина Л.В. Административные правонарушения антимонопольного законодательства/ Л.В. Куншина //Закон. – 2005. - №5. - С.50-53.; Липириди А.Г. Препятствие на пути прямых инвестиций: антимонопольное законодательство или несовершенство налоговой системы/ А.Г. Липириди //Налоговое планирование. – 2005. - №1. - С.3-5.; Мартыненко Г.И. Законодательство РФ об ограничении монополистической деятельности// Г.И. Мартыненко / Дайджест-финансы. – 2005. - №5(125). - С.8-14.

-Федеральный закон от 17 августа 1995 г. NQ 147-ФЗ «О естественных монополиях»;

-Указы Президента Российской Федерации;

-Постановления и распоряжения Правительства Российской Федерации;

-Нормативные правовые акты, принимаемые Федеральной антимонопольной службой в установленной сфере деятельности.

Российское антимонопольное законодательство разрабатывалось на базе европейского опыта регулирования конкуренции. И в России, и в Европейском Сообществе политике конкуренции отводится важное место, и к настоящему времени создана разветвленная законодательная и институциональная база регулирования конкурентных отношений, на государственном уровне постоянно проводится работа по совершенствованию правил конкуренции и повышению эффективности конкурентной политики по контролю экономической концентрации.

Действующий Закон «О конкуренции» не полностью удовлетворяет требованиям современной экономики и стандартам регулирования, принятым в международном сообществе, а именно:

-В Европе шире перечень информации, предоставляемой в Комиссию на рассмотрение сделок слияний и поглощений;

-Сроки рассмотрения нотификаций больше. В России максимум 50 дней;

-На заседаниях учитывается мнение и информация третьих лиц;

-Более широкие полномочия в области оперативно-розыскной деятельности.

Кроме этих отличий, существуют также противоречия Закона о конкуренции с Законом «Об акционерных обществах». Основное противоречие заключается в различии сроков рассмотрения ходатайств при сделках слияния или поглощения. Таким образом, при организации слияния предприниматель нарушает либо Закон «О конкуренции», либо Закон «Об акционерных обществах».

В целом следует отметить, что имеющиеся место ориентиры российской антимонопольной политики противоречат практике промышленной политики развитых стран, стремившихся с ее помощью укрепить конкурентоспособность национальных экономик. Российская антимонопольная политика в отличие от западной промышленной политики, проводившейся на этапе послевоенного восстановления народного хозяйства, направлена на противодействие процессам экономической концентрации с целью не допустить появления хозяйствующих субъектов, обладающих рыночной властью. Представляется важным скорректировать государственную политику таким образом, чтобы исключить ее противодействие эволюционным экономическим процессам. Действенными ориентирами повышения конкурентоспособности российской экономики являются стимулирование ресурсосберегающей концентрации производства (в том числе с увеличением рыночной власти хозяйствующих субъектов), а также поощрение кооперации российских предприятий на мировом и национальном рынках. В концентрированном виде этот подход можно охарактеризовать как формирование эффективной конкурентной структуры рынков с целью противостояния давлению международной конкуренции.

Как видно из анализа, слияния и поглощения в Российской Федерации отличается от зарубежной методами и условиями образования и регулированием антимонопольного законодательства. Кроме того, анализ необходимо дополнить количественными показателями процессов слияний и поглощений и спрогнозировать развитие интеграционных процессов в отечественной экономике.

По мнению экспертов (И.Н. Остащенко – финансовый директор инвестиционно-консалтинговой группы «Консалтпром», Каменев К.А.- аспирант кафедры экономики предприятия и предпринимательства экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета, аналитики информационно-аналитического проекта «Слияния и Поглощения в России – Mergers.ru, М. Розенблит – директор по развитию

департамента корпоративных финансов ИФК «Метрополь», Л.И. Лугачева, М.М. Мусатова – кандидаты экономических наук Института экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск.), рынок слияний и поглощений с 1990 годов развивался в следующей последовательности¹:

Многие ведущие западные экономисты изучают цикличность процессов слияний и поглощений (M&A). Среди большинства из них уже сформировалась устойчивая теория о цикличности рынка, его волнообразном характере, которая подкрепляется и мировой статистикой, и статистикой США, как локомотива мировой экономики. При этом относительно мало изученным остается вопрос о закономерностях динамики российского рынка M&A, их соответствия тем процессам, которые происходят на мировом рынке M&A. Интересно выяснить, присутствуют ли на нем особенные, отличные от западной практики мотивы, существуют ли специфические факторы, определяющие движение этого сегмента российского рынка на современном этапе. Основная уникальность российского рынка заключается в том, что всего за несколько лет он прошел эволюцию от первых единичных локальных сделок к большому количеству трансграничных слияний и поглощений, в которых на стороне спроса выступают российские компании. Отметим, что на основании существующих данных о динамике российского рынка слияний и поглощений, пока не представляется возможным определить какую-либо циклическую закономерность. Это связано с тем, что с момента его становления развитие этого рынка происходило исключительно по нарастающей (см. рис. 2.2.1.). Так, с 1999 по 2007 г. – за 9 лет, рынок M&A в России вырос более чем в 30 раз. В этой связи актуальным вопросом является определение ключевых этапов становления рынка M&A в России и предпосылок их возникновения.

¹ Осташенков И.Н. Тенденции и перспективы слияний и поглощений в России / <http://bre.ru/risk/24590.html>
Каменев К.А. Особенности этапов формирования российского рынка слияний и поглощений / <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=2093>
Лугачев Л.И., Мусатов М.М. Усиление роли государства на рынке слияний и поглощений в период экономической нестабильности // ЭКО №11, 2010.
Розенблит М. Рынок слияний и поглощений в 2010 году // Рынок ценных бумаг № 10, 2010.

Некоторые отечественные экономисты пытаются систематизировать процессы, происходившие в ходе зарождения рынка слияний и поглощений в России. Наиболее часто подобные попытки встречаются у молодых российских авторов.

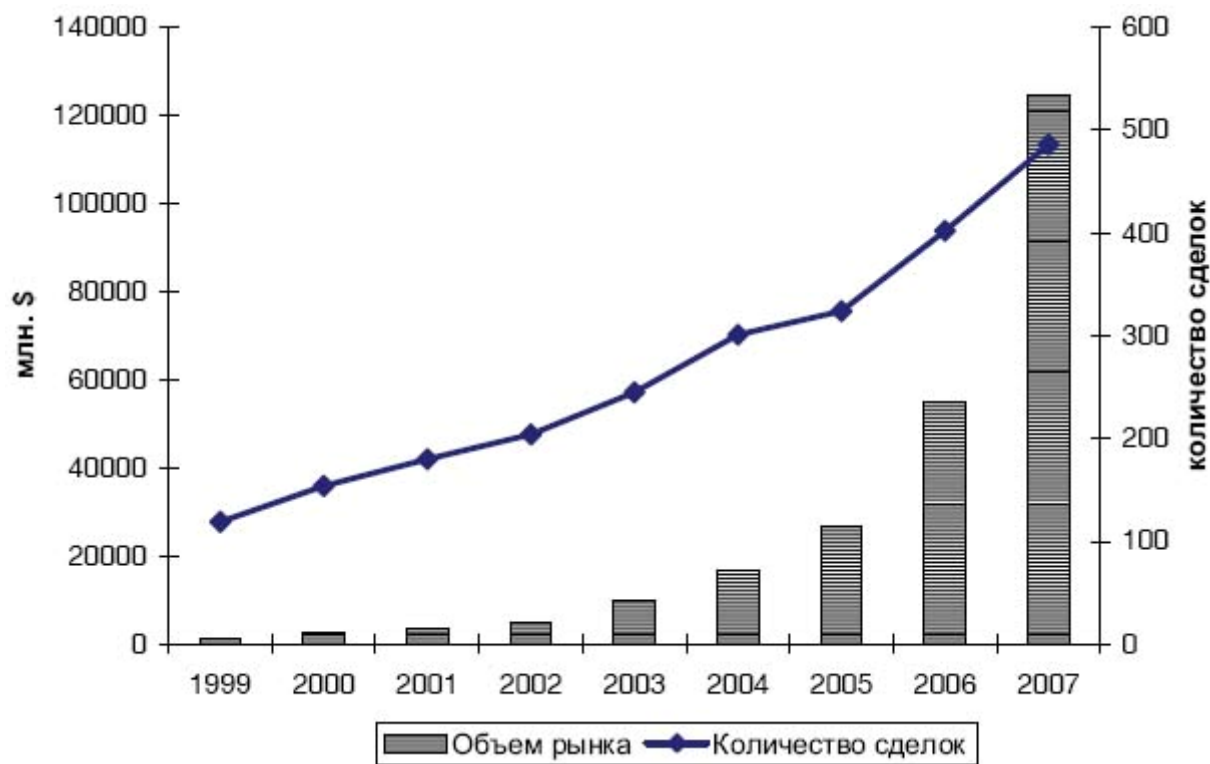


Рис. 2.2.1. Слияния и поглощения в России (1999–2007) Источник: Dealogic // www.dealogic.com

В частности, чуть ли не единственную систематизацию этапов зарождения этого рынка можно встретить в работах М.О. Жиленко. и Д.В Чернышева. Так, в исследовании М.О. Жиленко этапы развития рынка М&А связываются с этапами становления финансово промышленных групп. Классификация Чернышева опирается на определение ключевых дат, таких как кризис 1998 года. Объективно сложно согласиться с подобными подходами к классификациям этапов становления данного рынка, поскольку на их основании трудно ответить на вопрос о причинах бурного развития российского рынка М&А. Множество вопросов вызывает и периодизация переломных точек в пределах изучаемого непродолжительного периода (с 1990 по 2007 г.). Мы предлагаем выделить три ключевых этапа становления рынка

М&А в России и определить границы четвертого, который начинается в настоящее время (табл. 2.2.1).

Именно приватизация послужила тем толчком, который позволил рынку так бурно развиваться. Причем в период с 1992 по 1995 г. сделок в классическом понимании М&А не совершалось. Следующей контрольной точкой стал этап передела собственности, он происходил на фоне принятия закона о банкротстве 1998 года, который позволял достаточно легко банкротить крупные предприятия, а в период кризиса неплатежей в российской экономике это можно было делать практически с любым приглянувшимся активом. Закон, призванный проводить своего рода естественный отбор более эффективных предприятий, превратился в инструмент агрессивного и криминального передела собственности.

Таблица 2.2.1

Этапы развития рынка слияний и поглощений в России

Этап	Период	Характеристика	Предпосылки
Зарождение	1992-1995	Становление института частной собственности	Период приватизации
Рейдерство	1996-2002	Передел собственности от неэффективных собственников к эффективным	До вступления в силу ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) от 26.10.2002 была возможность банкротить даже прибыльные предприятия (по закону 1998 года)
Развитие цивилизованных форм М&А	2003-2007	Пик российских мегасделок (более 1 млрд. долл.), рост количества IPO	Высокие цены на нефть, доступ к дешевым заемным ресурсам западных банков, усиление роли крупных корпораций, удержание позиций на внутреннем рынке, выход на мировые рынки
Укрепление позиций на мировом рынке М&А	2007- и далее	Рост количества сделок и их стоимости на фоне развития финансовых институтов в России	Интеграция России в мировую экономику, конкуренция за мировые ресурсы и рынки сбыта

Парадокс ситуации заключался в том, что часто процедуре банкротства подвергались именно жизнеспособные предприятия, обладающие солидным промышленным потенциалом, пусть и испытывающие временные финансовые трудности. Плохую службу здесь сыграл механизм ускоренного банкротства, запущенный постановлением С.В. Кириенко № 476 от 22 мая 1998 г., который использовался для отъема собственности у государства. Если в 1997 г., когда действовал старый Закон, в среднем по стране возбуждалось около 130 дел о банкротстве (в 1996 г. – около 80), то в 1999 г., по данным Высшего арбитражного суда РФ, это количество увеличилось до 550 – 600 дел в месяц. Нередко процедура банкротства приводила к ликвидации крупных предприятий, являвшихся единственными производителями уникальной продукции.

Следующей переломной точкой стал закон о банкротстве 2002 г., который прекратил безнаказанные попытки рейдеров использовать легальные рамки закона о банкротстве для целей захвата предприятия. На этом фоне стало развиваться корпоративное законодательство, окончательно сформировались финансово-промышленные группы, которые и послужили дальнейшим локомотивом роста российской экономики. Стремительное развитие фондового рынка, наряду с ростом цен на все сырьевые товары, способствовали ускоренному росту благосостояния российских компаний, что не могло не повлечь за собой их развития при помощи М&А. Интересно проследить, что, например, капитализация ГК «Норильский Никель» выросла в 14 раз (с 4 млрд. долл. в 2002 до 55 млрд. долл. в 2007г.), причем основную роль в приросте капитализации сыграли успешные сделки М&А. Пионерами процессов слияний и поглощений в России оказались компании нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности, являясь классическим примером вертикального типа слияний. Подобные слияния помогли решить не только производственные задачи, но и создали предпосылки для обеспечения конкурентоспособности российских компаний на мировом рынке. Примером может служить образование холдинга «ЛУКОЙЛ», создавшего единую

технологическую цепочку от добычи нефти до продажи бензина конечному потребителю по всему миру. Еще одной отличительной чертой российских слияний и поглощений того времени являлась их сильная связь с процессами, происходившими в политической сфере. Большинство из них выражало политические интересы либо местных администраций, либо других уровней власти, в этих условиях о стремлении к достижению приоритетной цели в рыночной экономике – увеличению благосостояния акционеров – тогда не могло быть и речи. Как правило, подобные сделки идут вообще вразрез с интересами акционеров. К сожалению, и по сей день это одна из основных отличительных особенностей M&A процессов на современном российском рынке.

Давать какую-либо достоверную статистику по сделкам 1994–1999 гг. не берется ни одна уважающая себя аналитическая компания, специализирующаяся на рынке M&A. Это связано с тем, что оценка масштабов российского рынка слияний и поглощений во многом зависит от выбранного методологического подхода. Большинство сделок по покупке активов в 90-е годы осуществлялось в рамках приватизации. Лишь к концу последнего десятилетия XX века появились слияния в традиционном смысле. Этап 2003–2007 гг., условным началом которого можно считать принятие нового закона о банкротстве, а также ряда других законов, касающихся корпоративного права, характеризуется стремительным ростом российского рынка слияний и поглощений. Формы и методы осуществления слияний и поглощений в современной России сформировались под влиянием опыта Западной Европы и США, и сочетают признаки, характерные для этих государств, с поправкой на специфику ведения бизнеса в России. Во-первых, это преобладание горизонтальных слияний и поглощений. Налицо укрупнение бизнеса и концентрация производственных мощностей в большинстве отраслей – в первую очередь, нефтегазовой, металлургической, телекоммуникационной. В условиях, когда рынок достигает насыщения, основным направлением его развития становится M&A. Такая ситуация сложилась, например, на

региональных рынках сотовой связи, где федеральные компании вытесняют местных конкурентов. Во-вторых, консолидация активов с использованием слияний и поглощений идет в реструктурированных отраслях российской экономики – от нефтегазовой (например, приобретение «НК «Русснефть» пакетов акций ОАО «Саратовнефтегаз» и ОАО «Орскнефтеоргсинтез») до розничной торговли – (слияние Pyaterochka Holding N.V. и Перекрестка). В-третьих, следует назвать высокую долю участия государства в сделках M&A. По данным журнала «Слияния и поглощения», в 2007 г. доля сделок по продаже частных компаний государственным составила 35 % от общей суммы российских сделок M&A. По оценке KPMG, сделки с государственным участием составили в прошлом году 80% от общего объема крупных сделок (стоимостью свыше 1 млрд. долл.). Государство продолжает устанавливать контроль над финансовыми потоками крупных российских компаний. В-четвертых, в современной практике российских M&A практически отсутствуют случаи недружественного поглощения на фондовом рынке, подразумевающие публичное предложение акционерам по покупке акций, находящихся в свободном обращении. Мировой кризис ликвидности, вызванный ипотечным кризисом в США, существенно повлиял на сокращение мирового рынка M&A. Однако данная ситуация пока не затрагивает российскую экономику. По прогнозам экспертов, текущий кризис в США в его современной форме для России не опасен. С точки зрения развития российского рынка M&A, это является неоспоримым преимуществом, поскольку отечественный рынок сейчас все еще находится на своей начальной стадии развития, и не очень тесно интегрирован в мировую экономику. Именно это позволяет рынку развиваться благодаря исключительно внутренним факторам.

Поэтому можно утверждать о текущей разнонаправленности развития рынков M&A в России и в мире. Очевидно, что растущая российская экономика будет играть все большую роль в процессе формирования мировых рынков. Однако все еще недостаточное развитие российского фондового рынка и его отдаленность от процессов M&A делает российский рынок слияний и

поглощений практически независимым от общемировых тенденций. В 2007 г. российский рынок слияний и поглощений составлял 4% от мирового. Согласно представленному прогнозу, через 5 лет Россия будет играть серьезную роль на мировом рынке слияний и поглощений. Доля нашей страны может достигнуть уровня 8% от общего мирового рынка, что нам представляется вполне оправданным, учитывая общие позиции экономики России и место страны в мировой политике. Тем не менее, нельзя отрицать, что в недалеком будущем произойдет вливание России в общемировые тенденции. Иначе говоря, волнообразный характер развития рынка неизбежен. Однако для этого должны произойти структурные кризисы экономики, время и характер протекания которых соответствовали бы общемировым кризисам. Это представляется возможным после вступления России в ВТО. Поскольку текущий ипотечный кризис в США значительно уменьшил объемы M&A по всем развитым странам, на восстановление объемов рынка до уровня 2006 г. необходимо более 5 лет. Но, как было показано выше, эта тенденция не коснулась России. Однако нельзя отрицать того, что ситуация на финансовых рынках ухудшилась, компаниям стало труднее занимать деньги, а значит, рост издержек на реализацию схемы LBO, которая чаще всего применяется как в мире, так и в России может оказаться причиной отказа компаний от ряда крупных сделок. Тем не менее, российские компании находят возможность привлечения дешевых источников финансирования. Причем, если ранее это были западные банки, сейчас часть средств привлекается в отечественных банках, таких, как Сбербанк и ВТБ. Рынок M&A в России имеет большой потенциал роста и остается весьма привлекательным для местных и иностранных инвесторов. Помимо благоприятной экономической конъюнктуры на внутреннем рынке и высоких цен на минеральные ресурсы, росту сделок M&A в России будут способствовать международные рынки капитала. Заметным источником финансовых ресурсов станут процессы IPO. Роль государства в ближайшее время будет только усиливаться. Однако это несет в себе и положительные моменты, такие как совершенствование корпоративного законодательства, что

в свою очередь должно сказаться на сокращении корпоративных конфликтов по поводу собственности на капитал.

Таким образом, проанализировав основные этапы рынка слияний и поглощений, можно выявить следующие особенности российского рынка:

1. Преобладание горизонтальных сделок на современном этапе, против вертикальных слияний на начальном.. Это означает, что в большинстве отраслей полным ходом идет укрупнение бизнеса. В первую очередь, данная тенденция касается нефтегазовой и металлургической отраслей, которые, видимо, еще долго останутся лидерами на рынке M&A.

2. В последнее время в России происходят конгломератные слияния. Например, горнодобывающая компания «Мечел» в настоящее время состоит из трех, практически равных по размеру бизнесов: угольного, сталелитейного и металлургического.

3. Негативной структурной особенностью российского рынка M&A является, то, что технологичные отрасли, такие как машиностроение, электроника, информационные технологии, существенно отстают от лидеров в данной области, что лишний раз свидетельствует об ориентации российской экономики на производство сырья.

4. Ярko выраженная сырьевая ориентация экономики отражается и на сумме сделок M&A. Финансовые возможности нефтяников и металлургов привели к их абсолютному лидерству по данному показателю.

5. Такой цивилизованный тип сделок, как MBO, остается в России достаточно редким явлением, что свидетельствует о недостаточной роли менеджеров на рынке M&A.

6. Слияния стали приобретают в большей степени стратегический характер, имеют более цивилизованные формы, что, безусловно, является положительной тенденцией. Следствием этого становится рост количества региональных и международных сделок, снижение числа враждебных захватов.

7. Крупнейшие российские компании приобретают все больше активов за рубежом. Некоторые стремятся расширить ресурсную базу, другие – получить

выход на новые рынки, в том числе, на рынки соседних стран СНГ для обеспечения дальнейшего роста.

8. Происходит усиление роли государства на рынке M&A.

9. Международные и внутренние рынки капитала играют все большую роль в финансировании приобретений. Расширились возможности привлечения капитала путем выпуска акций и облигаций. Заметным источником финансовых ресурсов стали публичные размещения акций. Развитие национальных особенностей экономики России формирует отдельный путь российского рынка слияний и поглощений, который в ближайшее время не будет подвержен мировым волнообразным колебаниям.

Особое место на рынке слияний и поглощений занимают враждебные сделки.

Проблема существования «захватов» в настоящее время стоит достаточно остро для нашей экономики. Сущность этих процессов заключается в приобретении контроля над активами компании без приобретения преобладающей доли в структуре ее капитала. После приобретения контроля над активами, они, как правило, выводятся, и продаются. Норма прибыли при этом в некоторых случаях может достигать 1000% и более. Основные проблемы, которые ставят «захваты» для экономики – это потери для акционеров, которые теряют свою собственность; проблемы, связанные с последующим перепрофилированием или остановкой предприятия – что сопровождается потерей рабочих мест, деформацией отраслевой структуры и пр. Таким образом, очевидны существенные негативные моменты существования этих процессов, поэтому с ними необходимо бороться. Сейчас в процессе обсуждения находятся некоторые законодательные изменения, например, вопрос о проведении судебных тяжб между собственниками строго по месту нахождения компании, что может сократить возможности так называемых «рейдеров» — в России — компаний, осуществляющих «захваты» — которые используют определения судов из удобных им дальних регионов России. Однако все равно, проводимые изменения недостаточны.

Объем же проводимых «захватов» в России очень значителен. Только в Москве существует несколько сотен рейдерских групп, осуществляющих по несколько сделок в год, с бюджетом свыше 1 млн. дол. Учитывая, что информация о таких «захватах» редко становится достоянием общественности, по расчетам наших аналитиков, объем таких сделок может составлять порядка 30% от общего объема публичных сделок слияний и поглощений. В то же время, постепенно количество объектов, интересных для «захвата» уменьшается, а вместе с тем, уменьшается и количество «захватов». Также становится заметной тенденция улучшения корпоративного поведения на этом рынке, сделки слияний и поглощений все больше проходят в цивилизованном русле. «Захваты» объективно обречены, тенденция их уменьшения началась и будет продолжаться, уступая место классическим слияниям и поглощениям.

Что касается оценки текущего состояния, то ситуация на рынке следующая:

Таблица 2.2.2¹

Сравнительный обзор основных показателей сделок слияний и поглощений

Год	Сделки	Объем, млн.\$	Средняя цена, млн.\$	Доля ВВП	Сделки МВО	Объем МВО, млн.\$	ТЭК	Out of Rus
2001	435	12 398	33	4,0%	10	172	37%	6%
2002	540	18 051	37	5,2%	10	321	40%	6%
2003	693	32 350	59	7,5%	11	494	57%	5%
2004	1 229	27 002	24	4,6%	23	2 008	15%	14%
2005	1 384	60 380	50	7,9%	33	2 062	55%	10%
2006	1 442	61 932	49	6,3%	45	1 548	23%	13%
2007	1 367	128 034	110	9,9%	41	2 598	37%	21%
2008	1 258	116 549	104	6,9%	25	820	8%	20%
2009	772	56 286	91	4,5%	25	904	58%	23%
2010	872	55650	74	3,8%	31	771	13%	15%
2011	723	79320	135	6,5	11	376	15	18

Статистические данные подтверждают ранее сделанные выводы о тенденциях развития рынка слияний и поглощений. Как видно из таблицы 2.2.2

¹ Источник: Mergers.ru / Слияния и Поглощения в России

большая доля сделок слияний и поглощений топливно-энергетического комплекса в общем объеме сделок слияний и поглощений, сделки по МВО не являются масштабными в российском бизнесе, кризис 2008 года повлиял на количество сделок в сторону уменьшения, увеличивается активность российских компаний за рубежом.

Далее продемонстрируем влияние количества и объема сделок по слиянию и поглощению на экономический рост. Для этого соотнесем данные по таблице 2.2.2 – сделки и объем сделок по слиянию и поглощению и данные по таблице 2.2.3. В среде Microsoft Excel проведем корреляционный анализ вышеуказанных показателей.

Таблица 2.2.3

Статистика основных макроэкономических показателей в РФ¹

	Валовой внутренний продукт, млрд.руб. (1992-1997 гг.- трлн.руб)	Темпы роста ВВП (в постоянных ценах), в процентах к предыдущему году	Динамика валового внутреннего продукта (в постоянных ценах; 2008 г.- 100%)	Индекс промышленного производства
2001	8943,6	105,1	89	102,9
2002	10819,21225	104,7437823	66,16848685	103,1
2003	13208,23378	107,2958543	71	108,9
2004	17027,19086	107,1759492	76,1	108
2005	21609,76549	106,376187	80,9	105,1
2006	26917,20138	108,153432	87,5	106,3
2007	33247,51323	108,5350802	95	106,8
2008	41276,8	105,2	100	100,6
2009	38786,4	92,2	92,2	90,7
2010	44939,2	104	95,9	108,2

Таблица 2.2.5

¹ Источник www.gks.ru

Результаты корреляционного анализа между макроэкономическими показателями слияний и поглощений и макроэкономическими показателями эффективности в РФ

Коэффициент корреляции (сделки и ввп)	0,342971473
Коэффициент корреляции (объем и ввп)	0,684539545
Коэффициент корреляции (сделки и темпы роста ввп)	0,384928608
Коэффициент корреляции (объем и темпы роста ввп)	0,110587033
Коэффициент корреляции (сделки и динамика ввп)	0,285292293
Коэффициент корреляции (объем и динамика ввп)	0,67277897
Коэффициент корреляции (сделки и индекс промышленного производства)	0,211551422
Коэффициент корреляции (объем и индекс промышленного производства)	-0,0879937

Таким образом, можно сделать вывод, что существует тесная взаимосвязь между показателями объем сделок по слиянию и поглощению и ВВП и между объемом сделок и динамикой ВВП (коэффициент корреляции составил 0,684 и 0,672 соответственно). Это говорит о том, что укрупнение сумм сделок по слияниям и поглощениям положительно влияет на экономический рост. Само количество сделок в меньшей степени влияет на показатели экономической эффективности.

Прогноз рынка слияний и поглощений на ближайшую перспективу:

На рис. 2 представлен прогноз развития российского рынка слияний и поглощений на среднесрочную перспективу, основанный на следующих предпосылках:

– В ближайшее 5 – 7 лет цены на нефть, по крайней мере, не опустятся ниже 80 долл. за баррель (это обуславливает экономическую целесообразность добычи глубоко залегающей и трудно извлекаемой нефти).

– В России будет и дальше происходить консолидация различных отраслей народного хозяйства (в частности, машиностроения, сельского хозяйства, ЖКХ, СМИ и т.п.), где важную роль будет играть государство.

– В течение последующих пяти лет корпоративное законодательство в России будет приведено в соответствие с мировым, что позволит существенно сократить транзакционные издержки при трансграничных слияниях.

– Большинство российских компаний будут вести финансовую отчетность по международным стандартам, что даст отечественным компаниям дополнительные возможности для кредитования (что характерно для сделок LBO).

– На 2009–2010 гг. в России придется пик IPO, что даст компаниям большое количество финансовых ресурсов, которые они могут потратить на новые приобретения.

Описанные выше предпосылки дают возможность с достаточной степенью точности прогнозировать развитие российского рынка слияний и поглощений. Вопреки негативным тенденциям, сложившимся на мировых рынках, сырьевая ориентация российской экономики в ближайшие 3 года позволит рынку расти на 10–15% в год, после чего темпы роста отечественного рынка M&A приблизятся к мировым. Однако, нет ни одного основания утверждать, что в течение ближайших лет Россия может влиться в мировую экономику до такой степени, чтобы на рынке российских M&A начали проявляться циклические тенденции, присущие мировой экономике.

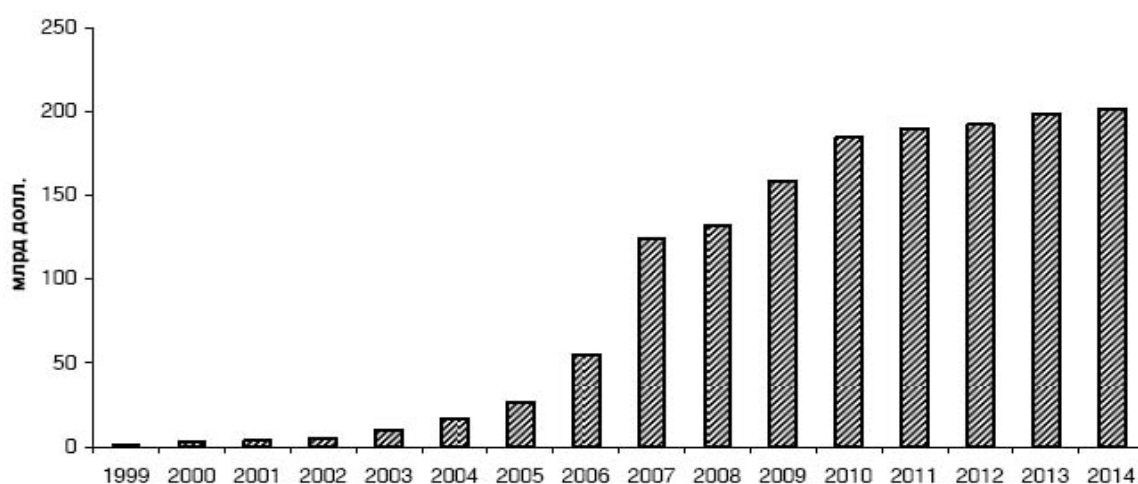


Рис 2.2.2 Прогноз развития российского рынка M&A Рассчитано по: Dealogic // www.dealogic.com

3. Модель экономической оценки эффективности слияний и поглощений предприятий

3.1. Предлагаемая концепция формирования слияний и поглощений компаний

В первой главе мы рассмотрели сущность, особенности и методы оценки эффективности слияний и поглощений, во второй - отечественный и зарубежный опыт применения стратегии слияний и поглощений. В данном параграфе на основе исследования теоретической и практической базы слияний и поглощений сформулируем концепцию формирования интегрированных структур, обоснуем предлагаемый метод по выбору стратегий для предприятий, определим место методики оценки пороговых значений внутренних показателей предприятия, а также метода оценки возможных экономических результатов деятельности интегрированных предприятий в общей системе планирования слияний и поглощений. Для этого проанализируем недостатки существующих методик оценки эффективности объединения предприятий и сформулируем предлагаемый подход к планированию стратегии интеграции и метод оценки интегрированных структур.

Существующие методы оценки интегрированных структур обладают рядом недостатков. Начнем с перспективной оценки предприятий. В данном направлении различают количественную и качественную оценку. Методы количественного анализа базируются либо на оценке стоимости предприятия через количество возможных доходов, получаемых с предприятия; либо на оценке рыночной стоимости на основании сравнения с аналогичными предприятиями; либо на оценке стоимости активов предприятия.

Доходный подход является более объективным, поскольку предприятию, решившему интегрироваться, важно определиться с суммой затрат на приобретение и с возможностью получения доходов. Однако в данном методе отсутствует единство построения моделей; кроме того, одним из проблемных

моментами является определение ставки дисконта. В зависимости от степени компетентности и субъективности оценщика результат может быть диаметрально противоположным.

Рыночный подход является альтернативой доходному подходу. В данном случае важно определиться с предприятием-аналогом, рыночная стоимость которого уже определена. На основании оценки рыночной стоимости предприятия-аналога определяется стоимость предприятия-цели. Сложность данного подхода заключается в том, что не всегда удается найти предприятие-аналог, следовательно, данный подход ограничен в применении.

Затратный подход основан на оценке активов предприятия. На наш взгляд, оценивать предприятие только на основании его балансовой стоимости является не корректно, поскольку для предприятия важным является не наличие ресурсов, а управление ими.

В подклассе качественной оценки выделяют методы STEP-анализа, 5 конкурентных сил Портера, матрица «Дженерал Электрик-Мак Кинси», матрица БКГ, SWOT-анализ.

STEP-анализ основан на проведении оценки внешней среды. На основании анализа макросреды выбирается направление развития предприятия. Однако данная методика не учитывает внутренние возможности фирмы и не определяет рекомендуемые стратегии.

5 конкурентных сил Портера – этот метод основан на анализе микросреды фирмы, но он также не определяет стратегию и применяется, как правило, для конкурентной среды.

Матрица «Дженерал Электрик-Мак Кинси» учитывает большое количество факторов, рекомендует стратегии, однако не учитывает процессы слияний и поглощений и стратегическую направленность фирмы.

Матрица БКГ учитывает только два фактора: долю рынка и темпы роста рынка. Ограниченность применения матрицы возникла из-за того, что доля рынка не является показателем успешности фирмы. Удержание завоеванной

на рынке ниши в долгосрочной перспективе является более важной характеристикой деятельности компании.

Метод SWOT-анализа связывает возможности фирмы и внешнее окружение. Недостаток метода: отсутствуют предлагаемые стратегии в модели.

Ретроспективная оценка. Бухгалтерский метод основан на анализе показателей прибыли, выручки, рентабельности до и после интеграции. Подобная оценка дает возможность: представить, насколько удачно функционирует объединенное предприятие. Несовершенство метода: невозможно планировать стратегию, полученные показатели не всегда свидетельствуют об эффективности функционирования интегрированного предприятия.

Метод суммирования рентабельностей предприятий, скорректированный на коэффициент синергии. Коэффициент синергии показывает, что предприятия, объединившись, достигают больших результатов, нежели по отдельности. Однако данная методика ограничивается предложением коэффициента синергии, но не определяет данный показатель.

Измерение рыночной стоимости до и после интеграции. Данная методика дает более объективное представление об успешности интеграции. Но измерить рыночную стоимость можно только при наличии котировок акций фирмы. В практике деятельности отечественных предприятий данную методику можно применить для ограниченного числа предприятий.

С учетом вышеизложенного нами предложена концепция формирования интегрированных структур. В предлагаемом подходе нам хотелось бы учесть следующее:

- концепция должна учитывать стратегическое планирование фирмы;
- концепция должна определять вид стратегии;
- методика должна определять плановые показатели до начала интеграции;
- методика должна оценить эффект от интеграции с помощью определения рыночной стоимости, но с учетом российской специфики.

Иерархия стратегического планирования представлена на рис.3.1.1.¹ (подробное описание стратегического планирования дано в приложении 9).

Для действующих компаний стратегическое планирование заключается в выявлении и количественной оценке их сильных и слабых сторон. Процесс слияния или поглощения следует нацеливать только на те отрасли и компании, доступ в которые обеспечит выгодное использование сильных сторон и укрепление слабых.

Корпоративная стратегия предполагает соединение под общим управлением нескольких стратегических бизнес-единиц, которые имеют некоторые общие элементы - технологию, маркетинг, географическое местоположение и т.д. Такие мегагруппы формируются при помощи групповой стратегии. Денежная выручка членов группы перераспределяется внутри нее, чтобы максимизировать долгосрочную прибыль.

Секторальная или групповая стратегия предполагает объединение в рамках одной корпорации или группы стратегических бизнес-единиц, которые имеют что-то общее. Затем, как и в корпоративной стратегии, денежная выручка распределяется и возвращается отдельным бизнес-единицам либо направляется в новые внутренние или внешние инвестиции.

Стратегия бизнес-единицы предполагает объединение под общим управлением тех продуктовых линий, которые имеют некоторые общие элементы, чаще всего производственные или маркетинговые. Денежная выручка реинвестируется в наиболее перспективные единицы после сравнения потенциальной прибыли, которая может быть получена в результате поглощения новых продуктовых линий и развертывания собственного производства этих продуктов.

¹ Сформулирована нами на основе: Сафиуллин М. Р. Стратегический менеджмент / М. Р. Сафиуллин. – Казань, 2003; Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенова. – М.: Финансы и статистика, 2000; Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

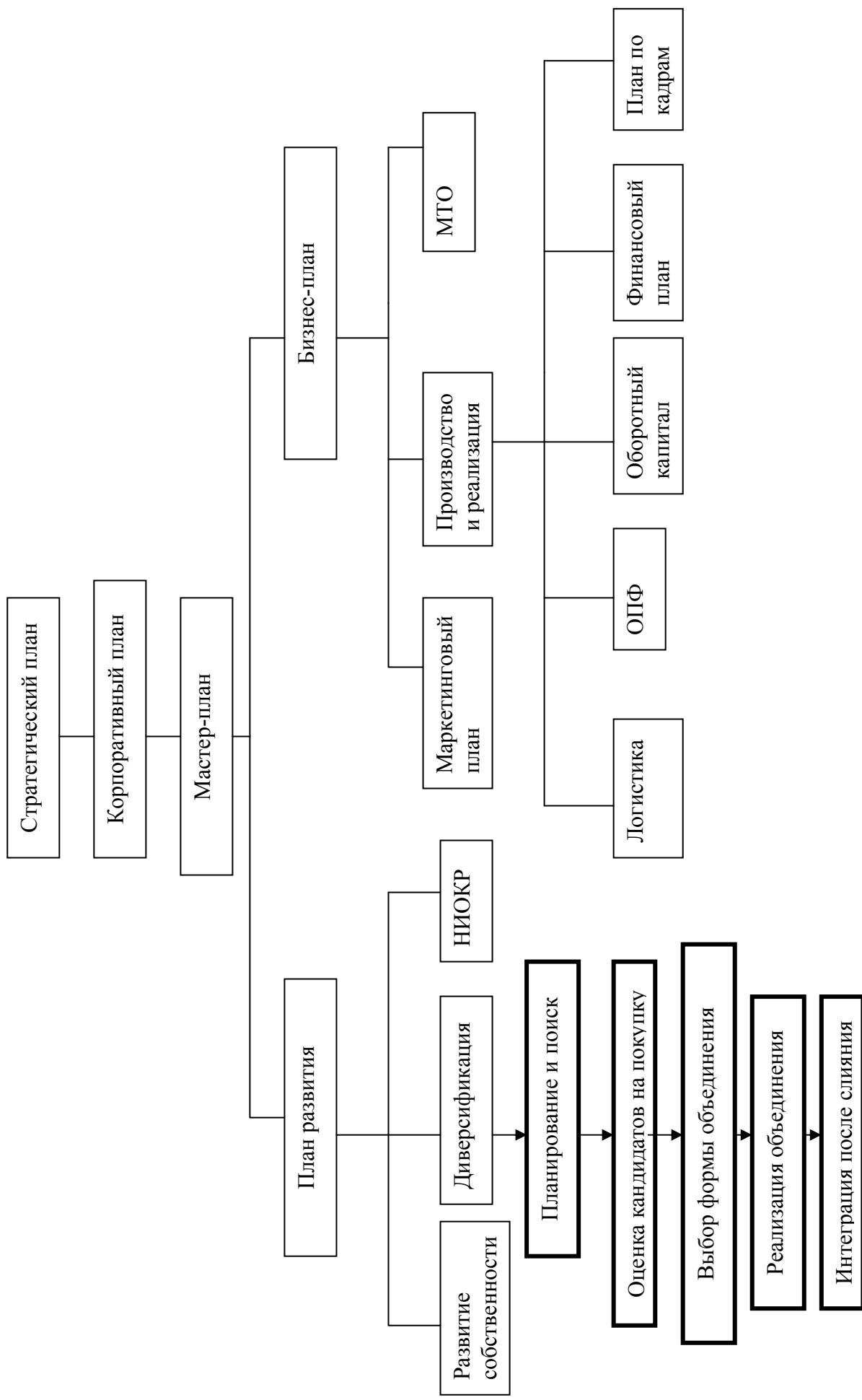


Рис. 3.1.1.1. Общая схема стратегического планирования предприятия

Функциональная стратегия имеет дело с альтернативными методами производства: например, переходом от алюминиевого литья к штампованной пластмассе или от древесины к стекловолокну при изготовлении катеров и лодок. Она также должна включать такие компоненты как передислокация производства, поиск более дешевой рабочей силы, меньшей арендной платы и лучших условий для сотрудников, близость к сырью и т. д.

Любая организация должна иметь программу развития, причем такую, которая допускает все виды роста, начиная с внутреннего развития и завершая созданием совместных предприятий и поглощениями. Поскольку эти виды развития имеют сходную природу и дополняют друг друга, реализация одного из них требует увязки с другими. Иными словами, даже если компания и не планирует поглощения, программа развития бизнеса все равно должна предусматривать возможность слияний и поглощений. Остановимся подробнее на плане развития для предприятия. В рамках данного плана очень уязвимым местом в планировании является диверсификация. Общая система планирования диверсификации представлена на рис.3.1.2 (детальное описание плана диверсификации приведено в приложении 39).

Планирование – это определение того, что купить. Потенциальный покупатель определяет характеристики компании, которую он хотел бы приобрести. Поиск. К поиску и отбору компания-приобретатель переходит после того, как завершены стратегическая самооценка и выработка стратегии поглощения. Она начинается с идентификации фокусных отраслей и конкретных фокусных компаний (или кандидатов), которые удовлетворяют критериям.

Оценка кандидата. Основное назначение процедуры «дью дилидженс» (или «должной проверки») в контексте слияний и поглощений - оценить выгоды и обязательства предполагаемого поглощения путем анализа всех относящихся к делу аспектов прошлого, настоящего и прогнозируемого будущего приобретаемого бизнеса.

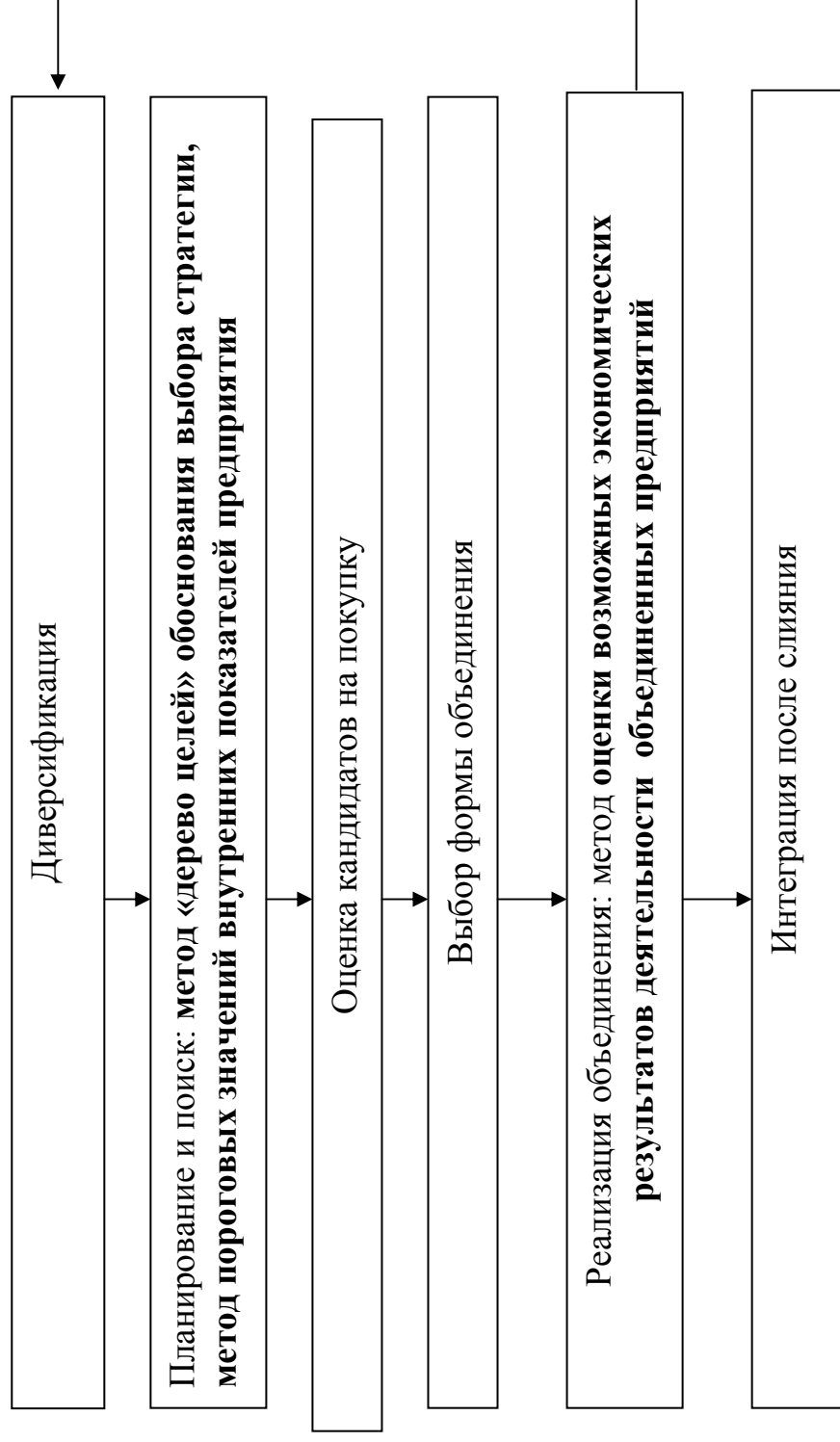


Рис.3.1.2. Предлагаемый подход по планированию слияний и поглощений

Выбор метода объединения. В конечном счете все сделки оплачиваются наличными, акциями или векселями, но конкретный вид этих трех основных способов расчета зависит от источника финансирования и решения множества вопросов.

Реализация объединения. Прежде чем приступить к объединению компаний, необходимо составить письмо о соглашении и перейти к завершению сделки.

Письмо о соглашении. Письмо о намерении - это составляемый до разработки контракта документ, в котором изложены договоренности сторон относительно проведения переговоров по контракту. Чаще всего письмо не налагает каких-либо обязательств на участников переговоров, за исключением особых обстоятельств, но и в этом случае круг таких обязательств предельно ограничен.

Завершение сделки. Завершение сделки - это процесс подписания и передачи документации и, если необходимо, перевода средств. Обычно, если сделка не финансируется покупателем из внутренних источников, процесс включает в себя два основных элемента: завершение поглощения, или корпоративную часть, когда продавец и покупатель осуществляют слияние или передачу и поставку акций или активов в соответствии с соглашением о поглощении, и финансовую часть, когда один или несколько кредиторов или иные финансирующие стороны предоставляют покупателю как заемщику финансовые средства для поглощения в соответствии с кредитным соглашением или иными финансовыми документами. Часть этих средств переводится продавцу в счет стоимости покупки.

Интеграция после слияния. Необходимо приложить большие усилия, чтобы объединить две или большее число компаний после того, как они стали единой собственностью. Постслияние - это период после слияния (или иной сделки), который ведет к объединению двух компаний. Интеграция - это такое соединение элементов, в результате которого появляется единое целое.

План постслияния - документ, четко очерчивающий, когда и как основные ресурсы, процессы и обязательства поглощающей и поглощаемой компаний будут объединены для достижения стратегических целей. В конечном итоге эту схему получают ключевые работники и (в измененном виде) другие заинтересованные стороны. Как и любые корпоративные документы, данный план подлежит проверке юристами.

Планы интеграции различаются в зависимости от сферы деятельности бизнеса и ситуации. Тем не менее, очевидно, что в плане постслияния должны присутствовать три элемента: цели новой компании, способ обеспечения интеграции ресурсов, систем и обязанностей и график интеграции.

После того, как мы определили место планирования стратегии горизонтальной интеграции в общей системе стратегического планирования, следующим этапом будет изложение метода «дерево целей» выбора стратегии горизонтальной интеграции.

На первом этапе потенциальный покупатель определяет характеристики компании, которую он хотел бы приобрести, на втором этапе - пытается найти те компании, которые удовлетворяют или приближаются к его критериям.

Существует две категории покупателей: одни стремятся купить компанию, которая будет функционировать как часть более общего целого, а другие ищут объект для обособленного инвестирования.

Типичный покупатель первой категории – работающая компания, имеющая, по крайней мере, один или несколько основных видов бизнеса. Такой «стратегический» покупатель стремится за счет поглощения укрепить, расширить и развить существующие операции. Большая часть его анализа будет направлена на поиск компании, которая может предложить укрепляющиеся отношения с его собственными направлениями бизнеса.

Во втором случае типичным покупателем является «финансовый» приобретатель (обычно группа инвесторов), которого могут совсем не интересовать взаимоотношения приобретаемой компании с другими его активами. Его главная забота – определить, будет ли компания генерировать

достаточный поток наличности, чтобы окупить заплаченную сумму и обеспечить прибыль от сделки. В некоторых случаях прибыль может быть получена в виде дивидендов, в других – путем перепродажи компании (или ее подразделений) очередному покупателю или покупателям либо публичного размещения акций. В большинстве случаев такой покупатель стремится минимизировать взаимосвязи между компаниями, которыми он владеет, чтобы каждую можно было рефинансировать или продать без отрицательного влияния на остальные.

Первую категорию покупателей можно назвать «генераторами возможностей», вторую – «потребителями возможностей». Покупатели первой категории следуют четкому плану. Они ищут те «стратегические инвестиции», которые соответствуют задачам их развития. Покупатели второй категории руководствуются соображениями выгоды сделки. Они ищут то, что имеет ценность, чтобы получить прибыль от финансовых потерь. Предлагаемую концепцию мы разработали для первой категории покупателей.

Планирование такого рода резко сокращает затраты на анализ случайных возможностей. Одна из главных выгод стратегии поглощения заключается в предотвращении катастрофических решений, принятых в суете при использовании случайных методов.

Необдуманные решения попросту невозможны в тех компаниях, где стратегическое мышление глубоко укоренилось в совете директоров и команде менеджеров, подготовившей стратегический план. Прежде чем принять решение о вхождении в новую область бизнеса, стратегически мыслящие люди делают прогноз развития данной отрасли и анализируют соответствие предлагаемого приобретения нынешней деятельности. Более того, поскольку стратегическое планирование предполагает выбор между различными вариантами, любая «благоприятная возможность», сколь бы «горящей» она ни была, всегда должна быть подвергнута сравнению с другими потенциальными приобретениями. Таким образом, формальная инвентаризация возможностей и методов их сравнения является практической необходимостью.

План, ставший результатом стратегического мышления, будучи принят, действует как дисциплинирующая сила для каждого, кто находится на уровне принятия решений. Любая предложенная область входа может быть просто сопоставлена с заранее согласованными критериями, описывающими стратегию компании. Если она не соответствует большинству этих критериев, то раз и навсегда отвергается, причем с незначительным отвлечением управленцев от текущих дел.

Стратегическое планирование может помочь и в процессе выявления слабых звеньев. В любом многопрофильном центре прибыли стратегическое планирование, которое не показывает автоматически кандидатов на продажу или закрытие, вероятно, не является по-настоящему стратегическим. При любой стратегии необходимо сравнивать то, что вы делаете, с тем, что вы могли бы сделать, располагая вашими ресурсами. Если новые отрасли сулят более высокие прибыли, то разумнее продать старые направления деятельности, по возможности с премией, фирме, которой они подходят, а деньги перевложить в новые линии посредством внутреннего или внешнего инвестирования. Суть стратегического планирования заключается в контроле этого непрерывного процесса передислокации средств.

Рецепт успешного проведения слияния – хорошее планирование плюс быстрое и четкое практическое воплощение спланированного. Одно без другого – это первый шаг к полному провалу проведения слияния. Корпорация-покупатель не должна забывать, что слишком многое поставлено на карту: слияние может полностью изменить все характеристики корпорации-покупателя и этим улучшить или ухудшить благосостояние акционеров – собственников корпорации, причем «ухудшить» может означать банкротство корпорации, а вот «улучшить» - далеко не всегда означает получение сверхприбыли. Как бы там ни было, но факт остается фактом – только немногие финансовые операции могут так же сильно, как и слияние, влиять на общее состояние корпорации.

Общая цель всех слияний – увеличение благосостояния акционеров корпораций, и это не такая простая задача. Успех или поражение здесь, прежде всего, зависит от того, насколько качественно корпорация сумела спланировать проведение слияния.

Покупку корпорации нельзя рассматривать как покупку нового оборудования, производственной линии или финансовых активов, таких как акций и облигаций. Дело в том, что корпорация-покупатель, принимая решение о проведении слияния, должна четко понимать, что она получит в случае покупки. В результате данной операции она получает абсолютно отдельную экономическую единицу, никак с ней не связанную, имеющую собственный менеджмент, работников, технологии, сегменты рынка, и еще не известно, сумеет ли она интегрировать ее в свою структуру. Помимо того, что корпорация-покупатель должна интегрировать в свои уже существующие организационные, технологические, производственные и рыночные структуры купленную корпорацию, причем не просто «интегрировать», а интегрировать так, чтобы эффективность организации в целом действительно повысилась. Корпорация должна сделать так, чтобы новые подразделения не были отдельно существующими «придатками», но органично вписывались и дополняли бы существующую и функционирующую структуру корпорации.

Остановимся подробнее на выборе стратегии интеграции. Как уже отмечалось, «стратегические» покупатели осознают, что данная стратегия не всегда приносит положительные результаты и что необходимо определить, при каких условиях и для какого рода предприятий объединения в своей отрасли будут эффективными.

Мы предлагаем методику принятия решения для интеграции – метод «дерево целей» обоснования выбора стратегии.

Для этого предлагается набор критериев, которые участвуют в «дереве целей». В зависимости от сочетания набора критериев выбирается конкретная стратегия.

Критерии:

1. Конкурентоспособность товара: товар может быть как конкурентоспособным так и неконкурентоспособным на внешнем рынке.

Товар может быть как конкурентоспособным, так и неконкурентоспособным на внутреннем рынке. Мы не рекомендуем использовать конкретную методику определения конкурентоспособности товара. В данном случае в зависимости от специфики товара необходимо подобрать тот способ, который наиболее адекватен ситуации и виду продукции.

2. Концентрация отрасли. Для измерения концентрации отрасли предлагается использовать индекс Герфиндаля - Хиршманна, который представляет собой сумму квадратов рыночных долей отдельных компаний. Если данный показатель принимает значения до 1000, то это указывает на низкую концентрацию отрасли; если 1000 - 1800, то указывает на среднюю концентрацию; если >1800 , то показывает высокую концентрацию отрасли.

3. Вид отрасли: традиционная, новая отрасль. Традиционные отрасли мы определили как отрасли, которые функционируют в течение достаточно долгого периода времени, такие как пищевая, легкая, лесная, машиностроение, химическая, топливная. Отрасли, которые были созданы на базе компьютерных технологий и работают сравнительно недавно: компьютеров, сотовых телефонов, IT технологий, являются новыми отраслями.

4. Технология: стандартная, нестандартная. Стандартной технологией обладают фирмы, которые изготавливают изделия по общепринятым алгоритмам и не вносят в технологию свою специфику. Нестандартной технологией пользуются компании, которые, как правило, специализируются на производстве товара и обладают уникальными свойствами в сравнении с предлагаемыми на рынке изделиями.

На рис. 3.1.3 полностью представлен алгоритм выбора стратегии. Общая схема «дерево целей» выбора стратегии для предприятия приведена в приложении 10.

Критерии для матрицы отбирались следующим образом. Концентрация отрасли является условием, при котором возможна горизонтальная интеграция, так как такой тип слияний жестко регламентирован антимонопольной политикой. Критерий вид отрасли мы заложили для того, чтобы показать разницу в динамике развития отраслей и, соответственно, разницу для использования типов стратегий. Стандартная или нестандартная технология изготовления показывает различные конкурентные преимущества, значит, также определяет стратегию предприятия. Конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынке определяет возможность развития предприятия в будущем и является основанием для интеграции или самостоятельного развития.

Логика выбора стратегии очевидна. Если отрасль является высококонцентрированной, то рекомендуется стратегия горизонтальной интеграции, но только в одном случае: когда существует угроза со стороны конкуренции зарубежных стран. Однако это условие выполняется только при принадлежности к традиционной отрасли и применении стандартной технологии изготовления товара.

Если отрасль не является высококонцентрированной, то горизонтальная интеграция не противоречит сути рыночной экономики и рекомендуется в четырех случаях, когда легко скопировать технологию, но при этом фирма имеет разную конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынке.

В случае, когда компания обладает уникальной технологией, то мы предлагаем стратегию развития рынка, продукта (см. приложение 10).

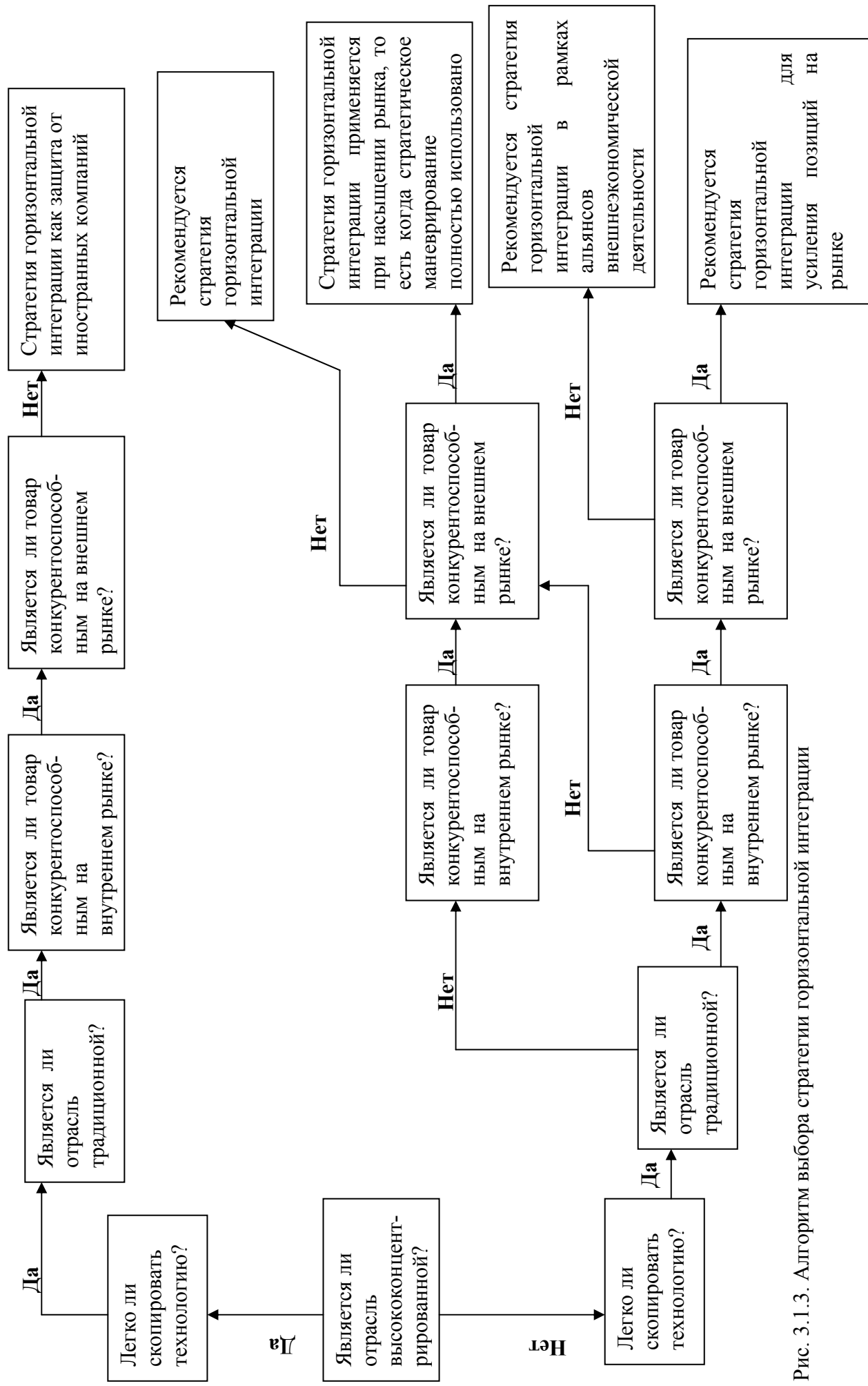


Рис. 3.1.3. Алгоритм выбора стратегии горизонтальной интеграции

Кроме того, для этапа планирования интеграции мы предлагаем метод пороговых значений. Суть его заключается в том, что необходимо найти внутренние показатели, которые влияют на рыночную стоимость компании. Найти условие, при котором рыночная стоимость интегрированной компании будет превышать сумму неинтегрированных компаний, и условие пороговых значений внутренних показателей интегрированной компании. Пороговые значения будут служить ориентиром при планировании интеграции предприятий (подробнее это будет рассмотрено в следующем параграфе).

В процессе реализации интеграции необходима оценка первых результатов деятельности. Для этого мы предлагаем оценить интеграцию сравнением рыночных стоимостей интегрированных и неинтегрированных предприятий, спрогнозировать данные показатели на будущее и определить интервал прогноза (подробнее рассмотрим далее).

3.2. Предлагаемые методы оценки экономической эффективности слияний и поглощений

При принятии решений по интеграции предприятий, необходимо прогнозировать эффективность их объединения. Рассмотренные ранее методики по оценке эффективности имеют следующие недостатки: доходный метод трудно применим вследствие сложной и неопределенной внешней среды, рыночный метод не применим вследствие неразвитости фондового рынка, подход по активам применяется в российской практике, но он дает информацию о балансовой стоимости предприятия, а не о его рыночной стоимости.

Для решения данного вопроса нами была предложена методика оценки эффективности с помощью показателя рыночной стоимости. В отечественной практике акции не всех предприятий обращаются на фондовом рынке. Для этого мы построили модель оценки рыночной стоимости методом

корреляционно-регрессионного анализа, поэтому рыночную стоимость будем рассчитывать как функцию внутренних переменных предприятия. После нахождения уравнения регрессии для оценки рыночной стоимости, мы ставим условие эффективности интеграции. Мы исходим из предположения, что сумма рыночных стоимостей интегрированных предприятий должна быть больше, чем сумма рыночных стоимостей неинтегрированных предприятий. Следующим шагом будет постановка задачи системы неравенств и нахождение пороговых значений внутренних показателей предприятия.

Имея такие данные, предприятия, планирующие объединение, должны закладывать такие нормы с целью координации своей деятельности в процессе интеграции.

Кроме того, после проведения процесса слияния или поглощения, предприятие может оценить эффективность с помощью данной методики и прогнозировать сроки эффективного функционирования такой системы.

Представим данную модель на примере пищевой промышленности. Данные были исследованы за период 1999 -2004 годы. Для построения корреляционной, а затем и регрессионной модели было отобрано 9 предприятий отрасли: ОАО «Самсон», ОАО «Петербургская молочная компания-Роска», ОАО «Пивоваренная компания «Балтика»», ОАО «Экспериментально-консервный завод «Лебедянский»», ОАО «Московская кондитерская фабрика «Красный Октябрь»», ОАО «Агропромышленная компания «Хлеб Алтая»», ОАО «Санкт-Петербургский молочный комбинат №1 «ПЕТМОЛ»», ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания», ОАО «Уфимский мясоконсервный комбинат» (данные о них представлены в приложении 11¹).

В результате корреляционного анализа установлено, как внутренние показатели влияют на рыночную стоимость (приложение 12),(табл.3.2.1):

¹ Показатели деятельности предприятий собраны по материалам <http://www.skrin.ru>. Подробнее о методе оценки рыночной стоимости предприятия: Булатов А. Н. Оценка экономической эффективности корпоративного управления на промышленных предприятиях: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / А. Н. Булатов – Казань, 2001.

Результаты анализа

Независимая переменная	Степень влияния переменной, %
Влияние собственного капитала	89
Влияние выручки	87
Влияние прибыли	88
Влияние внеоборотных активов	84
Влияние оборотных активов	90
Влияние себестоимости	84
Влияние капитала и резервов	91
Влияние валюты баланса	89
Влияние долгосрочных активов	40
Влияние краткосрочных активов	81

Однако в нашем случае имеет место явление мультиколлениарности, когда существует связь между самими независимыми переменными. Между показателем валюта баланса и внеоборотными активами парный коэффициент корреляции 0,99. Между показателем валюта баланса и собственным капиталом парный коэффициент корреляции 0,98. Между показателем валюта баланса и капиталом и резервами коэффициент корреляции 0,99.

Мультиколлениарность устраняется путем исключения из дальнейшего анализа одной из таких переменных. В нашем случае логичнее исключить валюту баланса, поскольку этот показатель характеризует лишь стоимость активов предприятия (как правило, балансовую стоимость).

Между показателем себестоимость и выручка парный коэффициент корреляции 0,99. Между показателем себестоимость и прибыль парный коэффициент корреляции 0,96. Между показателем себестоимость и краткосрочные обязательства парный коэффициент корреляции 0,92.

Мультиколлениарность устраняется путем исключения из дальнейшего анализа одной из таких переменных. В нашем случае необходимо исключить

себестоимость, поскольку этот показатель связан с показателем прибыли, который мы оставим в анализе.

Между показателем выручка и прибыль парный коэффициент корреляции 0,98. Между показателем выручка и капитал и резервы парный коэффициент корреляции 0,9. Между показателем выручка и краткосрочные обязательства парный коэффициент корреляции 0,93.

Мультиколлениарность устраняется путем исключения из дальнейшего анализа одной из таких переменных. В нашем случае логичнее исключить выручку, поскольку этот показатель тесно связан с показателем прибыли, который мы оставим в анализе.

Между показателем собственный капитал и внеоборотные активы коэффициент корреляции 0,95. Между показателем собственный капитал и капитал и резервы парный коэффициент корреляции 0,99. Между показателем собственный капитал и оборотные активы парный коэффициент корреляции 0,91.

Мультиколлениарность устраняется путем исключения из дальнейшего анализа одной из таких переменных. В нашем случае логичнее исключить собственный капитал, поскольку он влияет на показатель внеоборотные активы, оборотные активы, который мы оставим в анализе.

После исключения ряда показателей, мы получили следующую картину (табл.3.2.2).

На рыночную стоимость оказывают влияние показатели (приложение 12).

Таблица 3.2.2

Результаты анализа

Независимая переменная	Степень влияния переменной, %
Прибыль	88
Внеоборотные активы	84
Оборотные активы	90
Капитал и резервы	91
Долгосрочные активы	40
Краткосрочные обязательства	81

Далее рассчитываем множественный и частные коэффициенты корреляции. Множественный коэффициент корреляции получился равным 0,9545; коэффициент детерминации 0,911. Таким образом, 91,1% дисперсии показателя рыночная стоимость объясняется изменением показателей прибыли, внеоборотных активов, оборотных активов, капитала и резервов, долгосрочных активов, краткосрочных обязательств.

Проанализируем частные коэффициенты корреляции, которые показывают зависимость между рыночной стоимостью и соответствующей переменной при фиксировании влияния остальных переменных, входящих в модель (приложение 14) (табл.3.2.3).

Таблица 3.2.3

Результаты анализа

Независимая переменная	Степень влияния переменной, %
Влияние прибыли	57
Влияние внеоборотных активов	48
Влияние оборотных активов	68
Влияние капитала и резервов	-39
Влияние долгосрочных активов	56
Влияние краткосрочных активов	-4,6

Как следует из данных табл. 3.2.3, в дальнейшем анализе необходимо исключить краткосрочные активы, капитал и резервы, поскольку их влияние незначительно по сравнению с другими показателями.

После проведенного регрессионного анализа получаем уравнение:

$$Y = 1079,578 + 5,677 * X_1 + 0,903 * X_2 + 2,199 * X_3 + 2,399 * X_4, \quad (3.2.1)$$

где Y – рыночная стоимость предприятия;

X₁ – прибыль;

X₂ - внеоборотные активы;

X₃ - оборотные активы;

X₄ - долгосрочные активы.

Множественный коэффициент корреляции получился равным 0,945; коэффициент детерминации 0,8932. Таким образом, 89,321% дисперсии

показателя рыночная стоимость объясняется изменением показателей прибыли, внеоборотных активов, оборотных активов, долгосрочных активов (приложение 15).

После построения уравнения регрессии следует провести анализ остатков, для того, чтобы удостовериться в адекватности построенной модели.

Таблица 3.2.4

Анализ остатков

Наблюд. знач.	Предсказ. знач.	Остатки	Станд. предсказ. знач.	Станд. остатки	Станд. Ошибки предсказ. знач.	Расстояние Махаланобиса	Удал. остатки	Расстояние Кука
101,00	2208,51	-2107,5	-0,515394	-0,37814	1155,085	0,61555	-2202,1	0,001341
9,01	1909,33	-1900,3	-0,535048	-0,34096	1075,675	0,40455	-1973,8	0,000934
7,51	1919,79	-1912,3	-0,534361	-0,34311	1071,587	0,39409	-1985,7	0,000938
7,51	2447,00	-2439,5	-0,499728	-0,43770	1026,383	0,28113	-2525,1	0,001392
9,01	2759,31	-2750,3	-0,479212	-0,49347	1014,693	0,25271	-2844,6	0,001727
9,76	2582,69	-2572,9	-0,490814	-0,46164	1029,079	0,28773	-2663,7	0,001558
25,79	1569,61	-1543,8	-0,557364	-0,27700	1051,350	0,34292	-1600,8	0,000587
36,91	1409,04	-1372,1	-0,567913	-0,24619	1054,665	0,35124	-1423,1	0,000467
33,47	627,62	-594,1	-0,619245	-0,10660	1085,139	0,42891	-617,6	0,000093
51,85	1701,19	-1649,3	-0,548721	-0,29593	1054,856	0,35171	-1710,6	0,000675
30,53	1338,83	-1308,3	-0,572524	-0,23474	1134,049	0,55819	-1364,8	0,000497
30,98	1301,50	-1270,5	-0,574977	-0,22796	1135,019	0,56081	-1325,5	0,000469
30,67	1181,76	-1151,1	-0,582842	-0,20653	1130,521	0,54868	-1200,5	0,000382
30,81	1261,84	-1231,0	-0,577582	-0,22088	1131,423	0,55111	-1283,9	0,000437
21472,69	4972,57	16500,1	-0,333821	2,96051	1054,494	0,35080	17112,7	0,067495
21635,98	7294,25	14341,7	-0,181307	2,57324	1585,317	2,01991	15604,2	0,126842
21717,62	12323,16	9394,5	0,149047	1,68559	1764,810	2,73616	10441,4	0,070381
22289,13	19887,21	2401,9	0,645935	0,43096	2268,658	5,15685	2878,9	0,008842
22088,00	16133,04	5955,0	0,399321	1,06846	4761,936	26,03649	22055,8	2,286434
25182,92	27348,75	-2165,8	1,136091	-0,38860	4665,133	24,94949	-7234,5	0,236100
21383,96	14281,16	7102,8	0,277669	1,27441	3273,543	11,79060	10843,6	0,261176
16013,45	12851,73	3161,7	0,183769	0,56729	3681,341	15,16888	5608,7	0,088366
516,49	2256,43	-1739,9	-0,512247	-0,31219	1037,322	0,30802	-1802,4	0,000725
612,80	2508,63	-1895,8	-0,495679	-0,34016	1025,832	0,27978	-1962,3	0,000840
492,34	3023,56	-2531,2	-0,461853	-0,45416	1022,230	0,27100	-2619,3	0,001486
443,96	2945,73	-2501,8	-0,466966	-0,44888	1075,377	0,40378	-2598,5	0,001619
1932,84	1623,24	309,6	-0,553841	0,05555	1067,806	0,38446	321,4	0,000024
2019,36	1983,77	35,6	-0,530158	0,00639	1084,762	0,42793	37,0	0,000000
2105,04	1955,72	149,3	-0,532001	0,02679	1073,681	0,39944	155,1	0,000006
2124,36	2420,82	-296,5	-0,501448	-0,05319	1030,277	0,29067	-306,9	0,000021
1444,82	5283,29	-3838,5	-0,313409	-0,68871	964,396	0,13414	-3956,9	0,003018
1336,02	6897,11	-5561,1	-0,207396	-0,99779	981,803	0,17449	-5739,2	0,006581
1521,14	7887,92	-6366,8	-0,142309	-1,14235	1851,568	3,10988	-7156,6	0,036395
2161,58	7065,16	-4903,6	-0,196357	-0,87982	1639,238	2,22701	-5367,9	0,016049
34629,91	32674,83	1955,1	1,485966	0,35079	2565,618	6,86683	2480,8	0,008397
53941,95	47823,84	6118,1	2,481118	1,09773	3201,815	11,23736	9131,9	0,177199
45186,74	56855,04	-11668,3	3,074386	-2,09357	3328,686	12,22425	-18138,2	0,755582
59393,88	59546,85	-153,0	3,251213	-0,02745	3676,044	15,12245	-270,8	0,000205

Макс.	7,51	627,62	-11668,3	-0,619245	- 2,09357	964,396	0,13414	- 18138,2	0,000000
Мин.	59393,88	59546,85	16500,1	3,251213	2,96051	4761,936	26,03649	22055,8	2,286434
Средняя	10054,26	10054,26	0,0	0,000000	0,00000	1706,085	3,89474	389,4	0,109613
Медиана	1390,42	2671,00	-1340,2	-0,485013	- 0,24047	1084,951	0,42842	-1394,0	0,001439

Первая графа - наблюдаемые значения и графа предсказанные значения (значения зависимой переменной, выровненные с помощью регрессионной модели). Остатки – наблюдаемые значения минус по уравнению регрессии. Среднее значение остатков приняло нулевое значение, что говорит о правильном построении регрессионной модели. Расстояние Кука – мера влияния соответствующего наблюдения на регрессионное уравнение, которая показывает различие между вычисленными значениями нестандартизированных коэффициентов регрессии и значениями, которые получились бы при исключении соответствующего наблюдения. Все расстояния Кука должны иметь примерно одинаковую величину (как в нашем случае); если это не так, то соответствующее наблюдение смещает оценки регрессионных коэффициентов.

Проверить условие независимости остатков между собой (отсутствие автокорреляции в остатках) можно с помощью критерия Дарбина-Уотсона (табл.3.2.5).

Таблица 3.2.5

Анализ автокорреляции остатков

	Критерий Дарбина-Уотсона	Сериял. Корр.
Оценка	1,112220	0,441722

Коэффициент Дарбина-Уотсона изменяется от 0 до 4, близость к крайним значениям говорит о плохом качестве модели. Чем ближе к 0, тем вероятнее существование положительной автокорреляции, к 4 – отрицательной. Значение коэффициента Дарбина–Уотсона, равное 2, говорит об отсутствии автокорреляции в остатках и адекватности построенного уравнения. В нашем

случае он равен 1,112, что позволяет судить о построенной модели как об адекватной.

Переходим к следующему этапу обоснования метода пороговых значений. Для интегрированного предприятия важно, чтобы его рыночная стоимость превосходила сумму рыночных стоимостей неинтегрированных предприятий, тогда имеем следующее неравенство:

$$Y_{и} \geq Y_1 + Y_2,$$

где $Y_{и}$ – рыночная стоимость интегрированного предприятия;

Y_1 – рыночная стоимость неинтегрированного предприятия 1;

Y_2 – рыночная стоимость неинтегрированного предприятия 2.

Если мы анализируем два интегрированных предприятия, то после подстановки в данное неравенство регрессионного уравнения получаем следующее неравенство:

$$5,677*(X_{1и}-X_{11}-X_{12})+0,903*(X_{2и}-X_{21}-X_{22})+2,199*(X_{3и}-X_{31}-X_{32})+2,399*(X_{4и}-X_{41}-X_{42}) \geq 1079,578 \quad (3.2.2)$$

Как видно из неравенства, разница между показателем интегрированной структуры и показателем неинтегрированных предприятий должна быть довольно значительной, для того чтобы удовлетворять условию (3.2.2).

В общем виде уравнение неравенства будет выглядеть следующим образом:

$$5,677*(X_{1им+1}-X_{11м}-X_{12м}-\dots-X_{1nm})+0,903*(X_{2им+1}-X_{21м}-X_{22м}-\dots-X_{2nm})+2,199*(X_{3им+1}-X_{31м}-X_{32м}-\dots-X_{3nm})+2,399*(X_{4им+1}-X_{41м}-X_{42м}-\dots-X_{4nm}) \geq 1079,578*(n-1), \quad (3.2.3)$$

где, X_{ijk} - i -ая переменная в регрессионном уравнении, для j -го предприятия в k -м году;

i – номер переменной в регрессионном уравнении;

j – номер предприятия, для которого рассчитывается рыночная стоимость;

k – порядковый номер года, в котором производится расчет рыночной стоимости предприятия.

Y_{jk} – рыночная стоимость j -го предприятия в k -м году;

$K=m$, m – год до интеграции;

$X_{1i m+1}$ – прибыль интегрированной компании в $m+1$ году;

$X_{2i m+1}$ - внеоборотные активы интегрированной компании в $m+1$ году;

$X_{3i m+1}$ - оборотные активы интегрированной компании в $m+1$ году;

$X_{4i m+1}$ - долгосрочные обязательства интегрированной компании в $m+1$ году;

X_{11m} – прибыль 1-й неинтегрированной компании в m году;

X_{12m} – прибыль 2-й неинтегрированной компании в m году;

X_{1nm} – прибыль n -й неинтегрированной компании в m году;

X_{21m} - внеоборотные активы 1-й неинтегрированной компании в m году;

X_{22m} - внеоборотные активы 2-й неинтегрированной компании в m году;

X_{2nm} - внеоборотные активы n -й неинтегрированной компании в m году;

X_{31m} - оборотные активы 1-й неинтегрированной компании в m году;

X_{32m} - оборотные активы 2-й неинтегрированной компании в m году;

X_{3nm} - оборотные активы n -й неинтегрированной компании в m году;

X_{41m} – долгосрочные обязательства 1-й неинтегрированной компании в m году;

X_{42m} – долгосрочные обязательства 2-й неинтегрированной компании в m году;

X_{4nm} – долгосрочные обязательства n -й неинтегрированной компании в m году.

Сумма слагаемых в левой части должна быть больше положительного числа. Такое может быть, если разница в скобках положительная и умножение на положительное число и их сложение дает положительное число. Положительную разницу можно получить в двух случаях: когда показатели интегрированной компании заведомо больше показателей неинтегрированной компании и когда показатели неинтегрированной компании имеют отрицательные значения, а также найти такое соответствие чисел, когда сумма будет больше свободного члена уравнения взвешенного на количество интегрированных предприятий, при этом сочетание переменных сложится стихийно. Однако в нашем случае внеоборотные и оборотные активы, а также

долгосрочные обязательства не могут быть отрицательными значениями по сути существования экономического явления. Таким образом, нам нет смысла рассматривать случай, когда показатели неинтегрированной компании примут отрицательные значения.

Целесообразно проанализировать два случая: 1) когда условие 3.2.3 будет рассмотрено автономно и 2) рассмотрено в сочетании со следующими неравенствами:

$$X_{1im+1} \geq (X_{11m} + X_{12m} + \dots + X_{1nm}); \quad (3.2.4)$$

$$X_{2im+1} \geq (X_{21m} + X_{22m} + \dots + X_{2nm}); \quad (3.2.5)$$

$$X_{3im+1} \geq (X_{31m} + X_{32m} + \dots + X_{3nm}); \quad (3.2.6)$$

$$X_{4im+1} \geq (X_{41m} + X_{42m} + \dots + X_{4nm}). \quad (3.2.7)$$

Итак, получаем что каждое из этих слагаемых должно давать положительную разницу, это и есть условие интеграции, которое должны закладывать менеджеры перед планированием процесса интеграции.

По нашим предположениям, в интегрированной компании прибыль должна быть больше, чем до интеграции, поскольку должен достигаться эффект масштаба и экономия на затратах.

Внеоборотные активы также должны увеличиться, так как при слияниях, как правило, внедряется общая стратегия на всех предприятиях и проводится либо замена оборудования, либо переоснащение, либо внедряется инновация.

Оборотные активы должны быть больше после интеграции. Данное требование обусловлено тем, что при объединении используются каналы сбыта интегрированной компании, поэтому увеличивается объем продаж и, как следствие, оборотные активы, которые обслуживают данный процесс.

Долгосрочные активы влияют на интеграцию в общем случае, поскольку при использовании большей доли долгосрочных активов увеличивается в целом рыночная стоимость; кроме того, если одна компания входит в структуру банка, то при объединении предприятия получают доступ к финансовым ресурсам и дальнейшему развитию.

Используя инструмент оптимизации «поиск решений в EXCEL», можно найти вполне определенное значение показателей X_{1i} , X_{2i} , X_{3i} , X_{4i} , которые будут ориентиром (нормативом) при поглощении компании. На наш взгляд, логичнее использовать поиск минимальных значений в поиске решений, поскольку мы закладываем экономические показатели, на которые оказывает влияние большое количество факторов.

Таблица 3.2.6

Расчет пороговых значений для интегрированного предприятия

№	X_n	Ограничения
1	Норматив прибыли	Сумма прибыли неинтегрированной компании
2	Норматив внеоборотных активов	Сумма внеоборотных активов неинтегрированной компании
3	Норматив оборотных активов	Сумма оборотных активов неинтегрированной компании
4	Норматив долгосрочных обязательств	Сумма долгосрочных обязательств неинтегрированной компании
5	Ограничение неравенства	Ограничение неравенства

Нормативы показателей указывают на желаемое изменение во вновь образованной структуре. Возможно, на практике не всегда будут выполняться нормативные показатели. Однако данный расчет показывает направление развития предприятия для координации деятельности. В случае если объединенное предприятие не стремится к нормативу и не превышает исходных показателей (ограничений), горизонтальная интеграция не эффективна, поскольку цель объединения предприятия получение синергетических выгод и рациональное использование ресурсов объединенной компании.

Следующий предлагаемый подход основан на оценке эффективности горизонтальной интеграции предприятий. Данный расчет необходим менеджерам для получения информации об эффективности построенной структуры.

Методика расчета следующая:

1. Рассчитывается рыночная стоимость по уравнению регрессии предприятий до интеграции.
2. Суммируется рыночная стоимость данных предприятий.
3. Рассчитывается рыночная стоимость по уравнению регрессии предприятия после интеграции.
4. Сравниваются рыночная стоимость интегрированного предприятия и суммы рыночных стоимостей тех же предприятий до интеграции. В случае если рыночная стоимость превышает сумму рыночных стоимостей, о можно говорить о положительном эффекте интеграции. Если есть незначительное превышение, то можно говорить об объединении предприятий, но не об интеграции. В случае наличия превышения суммы рыночных стоимостей неинтегрированных предприятий, можно говорить об отрицательном эффекте интеграции.
5. Кроме того, мы предлагаем прогноз показателей рыночной стоимости до и после интеграции, то есть варианты развития событий при соблюдении тенденций развития.
6. Обосновываем сроки прогнозирования, исходя из средних сроков окупаемости оборудования в данной отрасли.

Условные обозначения совпадают с предыдущей моделью.

Таблица 3.2.7

Расчет рыночной стоимости первого предприятия до интеграции

Годы	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства	Рыночная стоимость
2000	X111	X211	X311	X411	Y11
.....					
.....					
200m	X11m	X21m	X31m	X41m	Y1m

где, X111 – прибыль неинтегрированной компании в условном первом году;
X11m – прибыль неинтегрированной компании в m-ном году;

X211 - внеоборотные активы неинтегрированной компании в условном первом году;

X21m - внеоборотные активы неинтегрированной компании в m-ном году;

X311 - оборотные активы неинтегрированной компании в условном первом году;

X31m - оборотные активы неинтегрированной компании в m-ном году;

X411 – долгосрочные обязательства неинтегрированной компании в условном первом году;

X41m – долгосрочные обязательства неинтегрированной компании в m-ном году;

m+1 - год интеграции.

Поскольку расчет рыночной стоимости производится по уравнению регрессии, рекомендуется производить расчет рыночной стоимости для неинтегрированных предприятий именно в том интервале времени, в каком была построена регрессионная модель. Допустим, уравнение регрессии было построено за период 1999 - 2004 гг, тогда данные по прибыли, внеоборотным активам, оборотным активам, долгосрочным обязательствам по неинтегрированным предприятиям должны соответствовать этому периоду. Таким образом, условный первый год будет соответствовать году, за который будет анализироваться деятельность предприятия до интеграции и от которого проведена условная точка отсчета при выявлении эффекта интеграции.

Таблица 3.2.9

Расчет рыночной стоимости n -го предприятия до интеграции

Годы	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства	Рыночная стоимость
2000	X1n1	X2n1	X3n1	X4n1	Yn1
.....					
.....					
200m	X1nm	X2nm	X3nm	X4nm	Ynm

Таблица 3.2.10

Расчет суммы рыночных стоимостей неинтегрированных предприятий

Годы	Рыночная стоимость
2000	$Y_{11}+Y_{21}+\dots+Y_{n1}$
.....	
.....	
200m	$Y_{1m}+Y_{2m}+\dots+Y_{nm}$

Таблица 3.2.11

Расчет рыночной стоимости предприятия после интеграции n заводов

Годы	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства	Рыночная стоимость
200m+1	X_{1im+1}	X_{2im+1}	X_{3im+1}	X_{4im+1}	Y_{im+1}
200m+2					
200m+t	X_{1im+t}	X_{2im+t}	X_{3im+t}	X_{4im+t}	Y_{im+t}

Далее необходимо спрогнозировать варианты развития событий с интеграцией и без интеграции методом трендового прогнозирования.

Таблица 3.2.12

Прогноз рыночной стоимости первого неинтегрированного предприятия

Годы	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства	Рыночная стоимость
2000	X_{111}	X_{211}	X_{311}	X_{411}	Y_{11}
.....					
.....					
200m	X_{11m}	X_{21m}	X_{31m}	X_{41m}	Y_{1m}
200m+1	Прогноз X_{11m+1}	Прогноз X_{21m+1}	Прогноз X_{31m+1}	Прогноз X_{41m+1}	Расчет прогнозной Y_{1m+1}
.....					
.....			
200m+t	Прогноз X_{11m+t}	Прогноз X_{21m+t}	Прогноз X_{31m+t}	Прогноз X_{41m+t}	Расчет прогнозной Y_{1m+t}

Аналогично строится прогноз для второго, третьего, n-го предприятия и рассчитывается их прогнозная рыночная стоимость. После этого рассчитывается сумма прогнозных рыночных стоимостей нескольких предприятий для варианта развития событий без интеграции.

Таблица 3.2.13

Сумма прогнозных показателей рыночной стоимости n предприятий (вариант развития событий без интеграции)

Годы	Сумма рыночных стоимостей предприятий
200m+1	(ПрогнозY1m+1)+(ПрогнозY2m+1)+(Прогноз Ynm+1)
.....	
.....	
200m+t	(ПрогнозY1m+t)+(ПрогнозY2m+t)+(Прогноз Ynm+t)

Аналогично предыдущему шагу методом трендового прогнозирования рассматриваем вариант событий с интеграцией.

Таблица 3.2.14

Прогноз рыночной стоимости предприятий (вариант развития события с интеграцией)

Годы	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства	Рыночная стоимость
200m+1	X1им+1	X2им+1	X3им+1	X4им+1	Yим+1
.....					
.....					
200m+t	X1им+t	X2им+t	X3им+t	X4им+t	Yим+t
200m+t+1	Прогноз X1им+t+1	Прогноз X2им+t+1	Прогноз X3им+t+1	Прогноз X4им+t+1	Расчет прогнозной Yим+t+1
.....					
200m+t+r	Прогноз X1им+t+r	Прогноз X2им+t+r	Прогноз X3им+t+r	Прогноз X4им+t+r	Расчет прогнозной Yим+t+r

После проведения серии расчетов рыночной стоимости, а также прогноза рыночной стоимости все данные необходимо привести для анализа в единую расчетную таблицу и на основании расчета эффекта делать соответствующие выводы (табл.3.2.15).

Расчет эффекта интеграции предприятий

Годы	Рыночная стоимость без интеграции	Рыночная стоимость после интеграции	Расчет эффекта
1	2	3	4
2000	$Y_{11}+Y_{21}+\dots+Y_{n1}$	-	
.....			
200m	$Y_{1m}+Y_{2m}+\dots+Y_{nm}$	-	
200m+1 год интеграции	(Прогноз Y_{1m+1}) + (Прогноз Y_{2m+1}) + (Прогноз Y_{nm+1})	$Y_{им+1}$	$(Y_{им+1}) - ((\text{Прогноз } Y_{1m+1}) + (\text{Прогноз } Y_{2m+1}) + (\text{Прогноз } Y_{nm+1}))$
200m+t	(Прогноз Y_{1m+t}) + (Прогноз Y_{2m+t}) + (Прогноз Y_{nm+t})	$Y_{им+t}$	$(Y_{им+t}) - ((\text{Прогноз } Y_{1m+t}) + (\text{Прогноз } Y_{2m+t}) + (\text{Прогноз } Y_{nm+t}))$
200m+t+1	(Прогноз Y_{1m+t+1}) + (Прогноз Y_{2m+t+1}) + (Прогноз Y_{nm+t+1})	Прогноз $Y_{им+t+1}$	$(\text{Прогноз } Y_{им+t+1}) - ((\text{Прогноз } Y_{1m+t+1}) + (\text{Прогноз } Y_{2m+t+1}) + (\text{Прогноз } Y_{nm+t+1}))$
.....			
200m+t+r	(Прогноз Y_{1m+t+r}) + (Прогноз Y_{2m+t+r}) + (Прогноз Y_{nm+t+r})	Прогноз $Y_{им+t+r}$	$(\text{Прогноз } Y_{им+t+r}) - ((\text{Прогноз } Y_{1m+t+r}) + (\text{Прогноз } Y_{2m+t+r}) + (\text{Прогноз } Y_{nm+t+r}))$

Методика расчета горизонта прогнозирования исходит из предпосылки, что мы выбираем самую доходную отрасль. Таким образом, получаем, что вкладывать средства в такую отрасль очень выгодно и инвестированные ресурсы окупятся довольно быстро. Период, за который окупятся средства в «эталонной» отрасли, есть горизонт для прогнозирования показателей как для предприятий, так и для интеграции предприятий.

Для определения срока периода прогноза предлагается следующая формула:

Средний
срок
прогнозирования
синергетического
эффекта

$$= \frac{1}{\text{MAX } (R_1, R_2, \dots, R_i)}, \quad (3.2.8)$$

где R_i – средняя рентабельность активов в i – ой отрасли промышленности.

Поскольку внешняя среда достаточно изменчива, необходимо определить интервал прогноза. Сам интервал выбирается обоснованно, на основании приведенной формулы.

3.3. Результаты апробации разработок на примере сахарных заводов

Организационная структура холдинга «Татфондбанк»

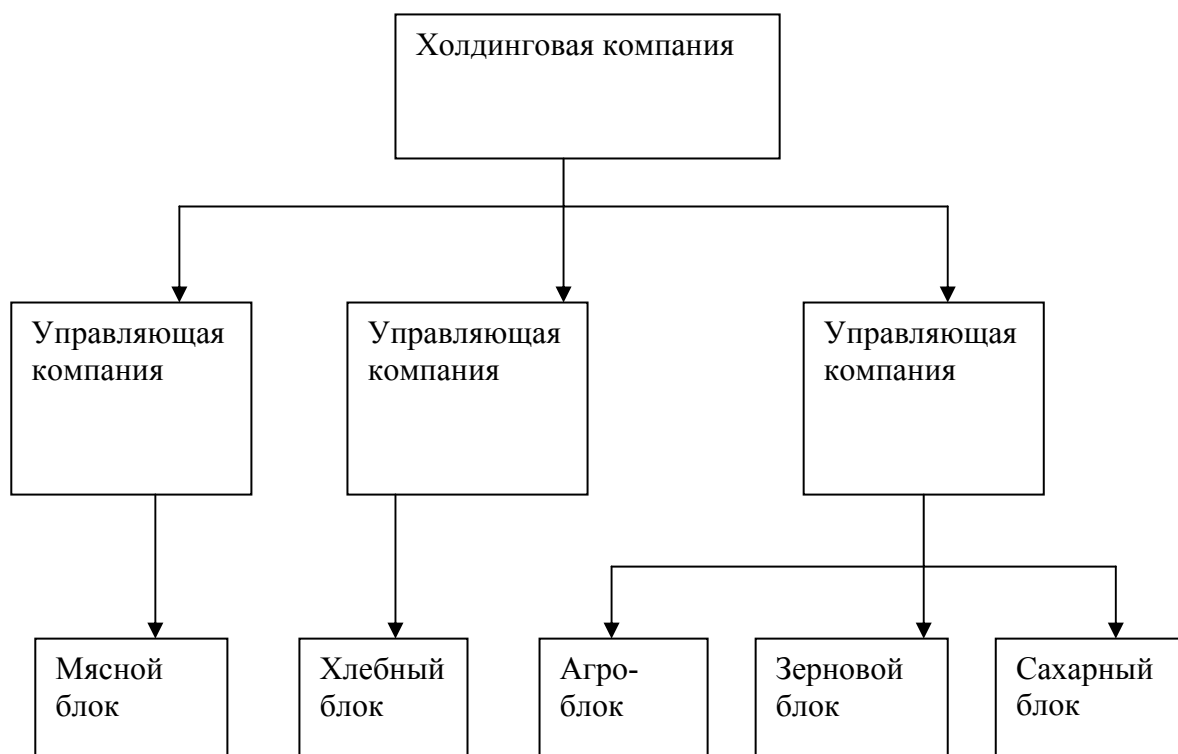


Рис. 3.3.1. Организационная структура холдинга «Татфондбанк»

Сахарный блок:

- ОАО «Заинский сахар»,
- ОАО «Буинский сахарный завод»,
- ОАО «Нижегородсахар».

Проведем апробацию наших методов на примере интегрированной структуры ОАО «Нижегородсахар», ОАО «Заинский сахар», ОАО «Буинский сахарный завод», которые являются частью подразделения «Татфондбанка». Поскольку данная структура образовалась в 1999 году, то ее исследование пришлось на период 1999-2004 годы. Период 2005-2007 будет прогнозным в данном случае. Регрессионное уравнение для пищевой промышленности также было построено для данного периода времени. В 2010 году ОАО «Буинский сахарный завод» был переведен в холдинг «Ак Барс» и целостность нашего объединения была утеряна. Однако данные заводы по-прежнему функционируют в объединенных структурах. Поэтому в данной монографии мы рассмотрели прошлый положительный опыт.

Холдинг «Татфондбанк» является материнской структурой по отношению к данным заводам. Материнская структура производит финансирование крупномасштабных проектов и отчасти централизованно реализует продукцию заводов. Кроме того, выделяет краткосрочные кредиты для обслуживания оборотных средств, но при этом контролирует основные показатели эффективности производства и получает часть прибыли дочерних компаний. Таким образом, в рамках стратегического планирования сахарный блок является перспективным, поскольку производство сахара обладает значительным потенциалом: 1) повышается урожайность сахарной свеклы и производительность переработки продукта; 2) наблюдается устойчивый спрос на продукт в течение нескольких лет; 3) существует неудовлетворенный спрос на продукцию в Российской Федерации.

Проанализируем сахарную подотрасль с помощью предлагаемой методики. По нашему «дереву целей» получается, что сахарная подотрасль Республики Татарстан является высококонцентрированной. Это можно

утверждать на основании анализа показателей, приведенных в параграфе 2.5, по концентрации сахарной промышленности. Индекс Герфиндаля-Хиршманна = $150^2 = 22500$, это означает, что очень высокая концентрация отрасли. Переработка сахарной свеклы и тростника имеет длительную историю, поэтому скопировать технологию в данной отрасли не составляет труда, поскольку многие проекты давно разработаны и опубликованы. Кроме того, данную отрасль можно отнести к традиционной, поскольку опыт работы в ней довольно значителен. Что касается конкурентоспособности внутри страны, то можно с уверенностью сказать, что продукт конкурентоспособен, поскольку реализация сахара производится как внутри республики, так и за ее пределами. Поставки за рубеж продуктов переработки сахарной свеклы и тростника не производятся. Следовательно, продукт сахарной отрасли назвать востребованным и конкурентоспособным на внешнем рынке нельзя. Таким образом, можно сделать вывод, что для сахарной отрасли рекомендуется стратегия горизонтальной интеграции как защита от иностранных компаний (см. рис. 3.1.3).

Такой вывод правомерен для промышленности Республики Татарстан. Если в анализ включить сахарную промышленность России, то получаем, что в среднем крупными предприятиями сахарной промышленности (см. приложение 23) производится около 10 - 15% от общего производства по стране.

Индекс Герфиндаля-Хиршманна = $8,7^2 + 9,3^2 + 8,8^2 + 8,5^2 + 7,9^2 + 5,8^2 + 5,4^2 = 711,08$. Это свидетельствует о низкой концентрации отрасли. Тогда по предлагаемому алгоритму для предприятий сахарной промышленности Российской Федерации мы получаем: если конкурентные преимущества сравниваются с европейскими странами, то стратегию горизонтальной интеграции в рамках альянсов внешнеэкономической деятельности и стратегию горизонтальной интеграции для усиления позиций на рынке, в случае конкуренции со странами бывшего СНГ.

Мы обосновали стратегию горизонтальной интеграции для предприятий сахарной промышленности. Следующим шагом будет апробация метода пороговых значений при планировании интеграции.

$$5,677*(X_{1и}-X_{11}-X_{12}-\dots X_{1n})+0,903*(X_{2и}-X_{21}-X_{22}-\dots X_{2n})+2,199*(X_{3и}-X_{31}-X_{32}-\dots X_{3n})+2,399*(X_{4и}-X_{41}-X_{42}-\dots X_{4n})\geq 1079,578*(n-1). \quad (3.3.1)$$

$$(X_{1и}-X_{11}-X_{12}-\dots X_{1n})>0. \quad (3.3.2)$$

$$(X_{2и}-X_{21}-X_{22}-\dots X_{2n})>0. \quad (3.3.3)$$

$$(X_{3и}-X_{31}-X_{32}-\dots X_{3n})>0. \quad (3.3.4)$$

$$(X_{4и}-X_{41}-X_{42}-\dots X_{4n})>0. \quad (3.3.5)$$

По формулам (3.3.1 - 3.3.5) подставляем наши условия.

n=3	Значения	Значения
X ₁₁ = 4,414	X ₁₂ = -54,8832	X ₁₃ =-14,97
X ₂₁ =523,96	X ₂₂ = 4,632	X ₂₃ =97,335
X ₃₁ =272,286	X ₃₂ = 56,073	X ₃₃ =119,28
X ₄₁ = 120,1	X ₄₂ = 6,856	X ₄₃ =17,7

Данные для системы ограничений мы заложили по 2002 г., так как объединение предприятий произошло после 2002 г. Таким образом, данные за 2002 г. являются показателем деятельности предприятий до интеграции. В нашем случае система неравенств примет следующий вид:

$$5,677*(X_{1и}-4,414-(-54,8832)-(-14,97))+0,903*(X_{2и}-523,96-4,632-97,335)+2,199*(X_{3и}-272,286-56,073-119,28)+2,399*(X_{4и}-120,1-6,856-17,7)\geq 1079,578*(3-1). \quad (3.3.6)$$

$$(X_{1и}-4,414-(-54,8832)-(-14,97))>0. \quad (3.3.7)$$

$$(X_{2и}-523,96-4,632-97,335)>0. \quad (3.3.8)$$

$$(X_{3и}-272,286-56,073-119,28)>0. \quad (3.3.9)$$

$$(X_{4и}-120,1-6,856-17,7)>0. \quad (3.3.10)$$

После математических вычислений неравенство примет вид:

$$5,677*(X_{1и}-(-65,43))+0,903*(X_{2и}-625,92)+2,199*(X_{3и}-447,63)+2,399*(X_{4и}-144,65)\geq 1079,578*(3-1). \quad (3.3.11)$$

$$(X_{1и}-(-65,43))>0. \quad (3.3.12)$$

$$(X_{2и}-625,92)>0. \quad (3.3.13)$$

$$(X_{3и}-447,63)>0. \quad (3.3.14)$$

$$(X_{4и}-144,65)>0. \quad (3.3.15)$$

После того как раскроем скобки и приведем подобные, получаем неравенство:

$$5,677*(X_{1и})+0,903*(X_{2и})+2,199*(X_{3и})+2,399*(X_{4и})\geq 3683,117. \quad (3.3.16)$$

$$(X_{1и})>-65,43. \quad (3.3.17)$$

$$(X_{2и-})>625,92. \quad (3.3.18)$$

$$(X_{3и})>447,63. \quad (3.3.19)$$

$$(X_{4и})>144,65. \quad (3.3.20)$$

Оптимизируя решения данных по поиску решения в Excel, получаем следующие данные (табл. 3.3.1).

Таблица 3.3.1

Расчет пороговых значений для интегрированного предприятия (в млн. руб.)

№	X _n	Ограничения
1	314,6938549	-65,43
2	625,927	625,927
3	447,639	447,639
4	144,656	144,656
5	3683,12	3683,117

При изложении методики в параграфе 3.2 отмечали, что может быть два случая определения пороговых значений. Тогда неравенство примет следующий вид, и для него необходимо произвести еще один расчет:

$$5,677*(X_{1и}-4,414-(-54,8832)-(-14,97))+0,903*(X_{2и}-523,96-4,632-97,335)+2,199*(X_{3и}-272,286-56,073-119,28)+2,399*(X_{4и}-120,1-6,856-17,7)\geq 1079,578*(3-1). \quad (3.3.21)$$

$$5,677*(X_{1и}-(-65,43))+0,903*(X_{2и}-625,92)+2,199*(X_{3и}-447,63)+2,399*(X_{4и}-144,65)\geq 1079,578*(3-1). \quad (3.3.22)$$

$$5,677*(X1и)+0,903*(X2и)+2,199*(X3и) +2,399*(X4и)\geq 3683,117. (3.3.23)$$

Таблица 3.3.2

Расчет пороговых значений для интегрированного предприятия (в млн. руб.)

№	Xn	Ограничения
1	483,7834784	
2	77,04699713	
3	180,800204	
4	203,9228481	
5	3683,12	3683,117

Как следует из данных табл. 3.3.2 показатели прибыли, внеоборотных активов, оборотных активов, а также долгосрочных активов приняли значения случайного характера. В параграфе 3.2. мы предполагали, что в этом случае не будет учитываться экономическая целесообразность. В данном расчете получилось, что показатель прибыли на порядок выше показателей внеоборотных активов и оборотных активов, хотя такая структура активов не характерна для многих отраслей. Поэтому, на наш взгляд, выводы, полученные на основе этого анализа, рассматривать не имеет смысла.

Выводы по первому расчету. Таким образом, получаем, что при принятии решения по интеграции необходимо закладывать нормативные показатели не меньше найденных значений. Предприятию, организовавшему объединение, желательно стремиться к тому, чтобы прибыль приближалась к значению 314,69, внеоборотные активы - к 625,927, оборотные активы - к 447,656, долгосрочные обязательства к - 144,656.

Однако на практике возможна ситуация, когда финансовая политика может не рассматривать такие приоритеты. Это допустимо, однако целью разработки модели было скоординировать деятельность объединенных компаний и установить для них общую цель, тогда горизонтальная интеграция действительно эффективна. И, в общем, рыночная стоимость интегрированного предприятия должна превышать сумму рыночных стоимостей до интеграции. Поэтому в дополнение к данному методу мы разработали модель оценки

эффективности горизонтальной интеграции. Для этого мы оценили рыночную стоимость до и после интеграции (табл.3.3.3-3.3.7)

Таблица 3.3.3

Расчет рыночной стоимости Буинского сахарного завода до интеграции
(в млн. руб.)

Годы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Рыночная стоимость
1999	4,9	4,66	183,807	142,8	1597,783
2000	4,9	0	182,357	197,8	1690,964
2001	4,9	-55,209	169,131	254,8	1490,942
2002	120,1	4,414	523,96	272,286	2464,649

Как видно из данных табл. 3.3.3. Буинский завод до интеграции показал относительную стабильность в структуре активов, что подтверждается средними значениями по внеоборотным и оборотным активам в течение нескольких лет. По показателю прибыли имеется нестабильность, долгосрочные обязательства резко возрастают в 2002 г. В целом предприятие можно охарактеризовать как достаточно устойчивое по внутренним переменным, и нестабильное по внешним. Такие показатели характеризуют несбалансированную стратегическую финансовую политику.

Таблица 3.3.4

Расчет рыночной стоимости Заинского сахарного завода до интеграции
(в млн. руб.)

Годы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Рыночная стоимость
1999	6,856	2,044	171,029	115,7	1516,493
2000	6,856	9,543	173,858	121,9	1575,253
2001	6,856	2,522	137,598	144,769	1552,941
2002	6,856	-54,8832	4,632	56,073	911,9409

Заинский завод иллюстрирует стабильные показатели с 1999 г. по 2001 г. Однако налицо резкий скачок в 2002 г. в сторону понижения всех показателей. Причина - либо отсутствие инвестиций, либо реорганизация предприятия.

Таблица 3.3.5

Расчет рыночной стоимости Нижегородсахарп до интеграции.

(в млн. руб.)

Годы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Рыночная стоимость
1999	0	-1,592	94,659	65,74	1312,485
2000	0	-14,9	103,783	100,6	1322,717
2001	0	5,98	114,596	101,5	1454,045
2002	17,7	-14,97	97,335	119,28	1356,949

Ситуация по Нижегородсахару аналогична Буинскому сахарному заводу. Причина многих неудовлетворительных показателей в данном случае также заключается в отсутствии стратегического планирования предприятия.

Таблица 3.3.6

Основные финансовые показатели после интеграции (в млн. руб.)

Наименование предприятия	2003 г.				2004 г.			
	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства
Буинский сахарный завод	6,658	586,802	634,593	492,465	12,089	725,092	824,694	680,390
Заинский сахарный завод	19,76	444,413	703,946	502,288	42,001	766,858	1156,381	406,368
Нижегород сахар	-15,88	115,608	156,359	185,493	-15,426	144,411	177,999	240,98
Сумма	10,538	1146,895	1494,898	1180,246	38,664	1636,361	2159,074	1327,738

Как следует из данных табл. 3.3.5 ситуация значительно изменилась. Показатели по Буинскому и Заинскому сахарным заводам увеличились по всем направлениям. Нижегородсахар не может пока выйти на положительную динамику прибыли, однако значительное увеличение внеоборотных, оборотных и долгосрочных активов свидетельствует об изменениях схемы управления ресурсами и о возможности в повышении будущем эффективности производства.

Таблица 3.3.7

Расчет рыночной стоимости предприятия после интеграции трех заводов
(в млн. руб.)

Годы	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Долгосрочные обязательства	Рыночная стоимость
2003	10,538	1146,823	1494,898	1180,246	8293,674
2004	38,664	1636,361	2159,074	1326,738	10707,36

Суммарные показатели по интегрированному предприятию значительно превышают таковые до интеграции. Причиной данных изменений явилась разработка общей стратегии для трех аналогичных заводов. Холдинг «Татфондбанк» в состоянии выдавать долгосрочные кредиты на льготных условиях, что не могло не отразиться на суммарном показателе, за счет общей и самостоятельной реализации выросла прибыль предприятий, в результате изменения финансовой политики изменилась структура активов.

Таблица 3.3.8

Расчет суммы рыночных стоимостей неинтегрированных предприятий
(в млн. руб.)

Годы	Рыночная стоимость
1999	1597,783+1516,493+1312,485=4426,761
2000	1690,964+1575,253+1322,717=4588,934
2001	1490,942+1552,941+1454,045=4497,928
2002	2464,649+911,9409+1356,949=4733,539

Таким образом, по нашим данным, получаем что, сумма рыночных стоимостей неинтегрированных предприятий значительно меньше рыночной стоимости интегрированного предприятия. Разница между рыночной стоимостью интегрированного и неинтегрированного предприятия и составляет синергетический эффект от интеграции.

Далее наш анализ будет направлен на прогнозирование вариантов развития событий с интеграцией и без интеграции (табл. 3.3.9-3.3.13).

Таблица 3.3.9

Прогноз рыночной стоимости Буинского сахарного завода
(в млн. руб.)

Годы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Рыночная стоимость
2003	120,1	-25,5205	516,622	328,286	2411,229
2004	154,66	-31,1152	617,3453	372,8318	2651,286
2005	189,22	-36,7099	718,0686	417,3776	2891,344
2006	223,78	-42,3046	818,7919	461,9234	3131,402
2007	258,34	-47,8993	919,5152	506,4692	3371,459

Таблица 3.3.10

Прогноз рыночной стоимости Заинского сахарного завода
(в млн. руб.)

Годы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Рыночная стоимость
2003	6,856	-54,64	-12,1	70,6	930,1574
2004	6,856	-72,42	-65,64	55	746,5693
2005	6,856	-90,2	-119,18	39,4	562,9812
2006	6,856	-107,98	-172,72	23,8	379,3931
2007	6,856	-125,76	-226,26	8,2	195,805

Таблица 3.3.11

Прогноз рыночной стоимости Нижегородсахара
(в млн. руб.)

Годы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Рыночная стоимость
2003	17,7	-11,05	107,28	137,16	1428,466
2004	23,01	-12,95	109,16	153,312	1455,078
2005	28,32	-14,85	111,04	169,464	1481,69
2006	33,63	-16,75	112,92	185,616	1508,302
2007	38,94	-18,65	114,8	201,768	1534,914

Таблица 3.3.12

Сумма прогнозных показателей рыночной стоимости трех заводов (вариант развития событий без интеграции)
(в млн. руб.)

Годы	Сумма
2003	2411,229+930,1574+1428,466=4769,852
2004	2651,286+746,5693+1455,078=4852,934
2005	2891,344+562,9812+1481,69=4936,015
2006	3131,402+379,3931+1508,302=5019,097
2007	3371,459+195,805+1534,914=5101,178

Таблица 3.3.13

Прогноз рыночной стоимости предприятий (вариант развития события с интеграцией)
(в млн. руб.)

Годы	Долгосрочные обязательства	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Рыночная стоимость
2005	1473,23	66,79	2125,899	2823,25	13121,04
2006	1619,722	94,916	2615,437	3487,426	15534,72
2007	1766,214	123,042	3104,975	4151,602	17948,4

Оценка эффективности интеграции предприятий

Годы	Рыночная стоимость без интеграции	Рыночная стоимость после интеграции	Расчет эффекта
1999	4426,761	-	-
2000	4588,934	-	-
2001	4497,928	-	-
2002	4733,539	-	-
2003 г. интеграции	4769,852 прогноз	8293,674	3523,82
2004	4852,934 прогноз	10707,36	5854,43
2005.	4936,015 прогноз	13121,04 прогноз	8185,03
2006.	5019,097 прогноз	15534,72 прогноз	10515,6
2007.	5101,178 прогноз	17948,4 прогноз	12847,2

Согласно нашим данным получается, что сумма рыночных стоимостей без интеграции значительно ниже, чем с интеграцией. Кроме того, при прогнозировании показателей получаем такой же результат. На наш взгляд, в данном случае можно говорить о положительном эффекте от горизонтальной интеграции предприятий. Графическая иллюстрация полученных данных представлена в приложении 46.

Для определения периода прогноза предлагается следующая формула:

$$\text{Средний срок прогнозирования синергетического эффекта} = \frac{1}{\text{MAX} (R_1, R_2, \dots, R_i)},$$

где R_i – средняя рентабельность активов в i – ой отрасли промышленности.

Расчет периода прогноза эффекта от интеграции

Отрасли	Рентабельность (убыточность) активов 2004 г. в %	Средний срок окупаемости по рентабельности
Вся промышленность В том числе:	12,6	7,94
Электроэнергетика	6,4	15,63
Топливная промышленность	26,3	3,80
Химическая и нефтехимическая промышленность	12,6	7,94
Машиностроение и металлообработка	2,3	43,48
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	17	5,88
Промышленность строительных материалов	0,8	125,00
Легкая промышленность	-2,8	-35,71
Пищевая промышленность	2,1	47,62

По нашим расчетам получается, что прогноз можно продолжить где-то на период 3,8 года. Мы проводили анализ оценки фактической рыночной стоимости за 2004 г. Таким образом, целесообразно строить прогноз до 2007-2008 гг., что мы и сделали на предыдущих этапах апробации предлагаемого метода. В данном методе мы обосновали интервал нашего горизонта прогнозирования, и 2007 год явился неслучайным выбором в модели.

Заключение

При объединении предприятия преследуют различные цели. Мы систематизировали большую совокупность целей слияний и поглощений компании. Такая классификация была необходима для изучения практического опыта объединения предприятий и для формулировки предлагаемой концепции формирования горизонтально-интегрированных структур.

При объединении компании преследуют следующие цели:

1. Стратегические цели предприятий.
2. Цели, возникающие на основе агентских конфликтов.
3. Цели на уровне функциональных областей предприятия.

В рассмотренных нами источниках понятия «слияния и поглощения» были представлены с различных точек зрения. На основе всестороннего изучения мы пришли к выводу, что данный термин необходимо определять на основе синтеза предыдущих разработок с добавлением изменений, происходящих в экономической системе. Таким образом, для привязки этих терминов к отечественной практике лучше всего руководствоваться ФЗ об АО (ст. 15-20), где определено следующее:

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних (ст. 16).

Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу (ст.17).

На практике, как правило, встречается комбинация всех этих определений, поэтому мы получаем разные варианты процессов слияний и поглощений.

Объединяясь, предприятия часто сталкиваются с проблемой о способе объединения. Методы слияний и поглощений были систематизированы в следующую классификацию.

Слияние - это любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур.

Поглощение – это сделка, в результате которой одна компания получает возможность контролировать действия другой компании или приобретает ее активы. Поглощение компании зачастую осуществляется путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия.

Выкуп долговым финансированием – это финансовая техника, при помощи которой открытая корпорация преобразуется в корпорацию закрытого типа. Группа внешних и внутренних инвесторов выкупает все находящиеся в обращении обыкновенные акции корпорации, причем выкуп на 80 - 90% финансируется за счет эмиссии долговых обязательств. Важным моментом здесь является способ покупки: либо в виде активов, либо в виде покупки акций.

Покупка активов. Приобретаемая компания переводит покупателю все активы, используемые для бизнеса, который является объектом продажи. В том числе объекты недвижимости, основные фонды, запасы, а также нематериальные активы, к которым относятся права по контрактам, аренда, патенты, торговые знаки и т.д. Это могут быть как все активы, так и их часть, принадлежащая компании-продавцу. Для перевода некоторых специфических видов активов приобретаемая компания готовит специальные документы, в частности - свидетельства о передаче акций, закладные, договора цессии.

Во многих случаях выбор формы продажи активов обусловлен тем, что продаваемая корпорация не продается целиком, а реализует лишь часть своего бизнеса. Например, если продается производственная линия, не функционировавшая как самостоятельный дочерний бизнес с собственным балансом. В данном случае единственным вариантом сделки может быть только продажа активов.

Приобретение акций. Продавец, владеющий акциями компании, подлежащей продаже, передает покупателю право собственности на свои акции

в обмен на согласованный платеж. При реализации акций публичной компании (посредством тендерного предложения) может получиться так, что покупатель приобретет не все ее акции. В случае продажи компании, имеющей ограниченное число участников, такая ситуация встречается значительно реже. Удержать долю акций в своей собственности при продаже такой компании может только тот из числа ее прежних акционеров, кого предполагается назначить на роль менеджера компании после ее поглощения.

Продажа акций компании является предпочтительной формой сделки, если налоговые затраты или другие издержки, сопутствующие продаже активов, делают этот вариант невыгодным и нецелесообразным.

Глобализация экономики, усиление конкурентного давления усиливают процессы слияний и поглощений.

Необходимо отметить, что в зарубежной практике по способу образования: кроме традиционных слияний и поглощений, довольно широко используется выкуп долговым финансированием. При этом преследуются стратегические, корпоративные цели. Как правило, образуются в условиях высокой концентрации отраслей. При оценке эффективности в основном используются метод экономических выгод, метод сравнительного анализа, метод дисконтированных потоков денежных средств. Горизонтальная интеграция всегда подпадает под антимонопольное регулирование. Более жесткие ограничения существуют в США, в европейских же странах протекционистская политика и, следовательно, менее жесткие ограничения конкуренции. Исследование показало, что слияния и поглощения обладают отличительными особенностями в различных странах. Количественный и качественный анализ показал, что сделки по слияниям и поглощениям играют активную роль в экономической системе многих стран. Следовательно, опыт зарубежных стран можно использовать и в отечественной практике для создания и управления процессами слияний и поглощений. Следующим этапом было исследование интеграционных процессов в Российской Федерации.

В Российской Федерации с 1991г. по 2003 г. преобладали «враждебные поглощения», в 2004 - 2005 гг. наметился кризис недружественных поглощений. Интеграция присутствует в условиях низкой концентрации отрасли, при этом преследуются цели на уровне функциональных областей. Оценка эффективности производится как оценка стоимости компании, основанная на определении стоимости ее чистых активов. Регулирование конкуренции близко к европейской модели. Тенденции развития рынка слияний и поглощений: большая для топливно-энергетического комплекса в сделках по слиянию и поглощению, небольшой объем сделок по МВО, кризис 2008 года повлиял на количество сделок и они немного замедлились, увеличивается активность российских компаний за рубежом.

Таким образом, проанализировав основные этапы рынка слияний и поглощений, можно выявить следующие особенности российского рынка:

1. Преобладание горизонтальных сделок на современном этапе, против вертикальных слияний на начальном.. Это означает, что в большинстве отраслей полным ходом идет укрупнение бизнеса. В первую очередь, данная тенденция касается нефтегазовой и металлургической отраслей, которые, видимо, еще долго останутся лидерами на рынке М&А.

2. В последнее время в России происходят конгломератные слияния. Например, горнодобывающая компания «Мечел» в настоящее время состоит из трех, практически равных по размеру бизнесов: угольного, сталелитейного и металлургического.

3. Негативной структурной особенностью российского рынка М&А является, то, что технологичные отрасли, такие как машиностроение, электроника, информационные технологии, существенно отстают от лидеров в данной области, что лишний раз свидетельствует об ориентации российской экономики на производство сырья.

4. Яркая выраженная сырьевая ориентация экономики отражается и на сумме сделок М&А. Финансовые возможности нефтяников и металлургов привели к их абсолютному лидерству по данному показателю.

5. Такой цивилизованный тип сделок, как МВО, остается в России достаточно редким явлением, что свидетельствует о недостаточной роли менеджеров на рынке М&А.

6. Слияния стали приобретают в большей степени стратегический характер, имеют более цивилизованные формы, что, безусловно, является положительной тенденцией. Следствием этого становится рост количества региональных и международных сделок, снижение числа враждебных захватов.

7. Крупнейшие российские компании приобретают все больше активов за рубежом. Некоторые стремятся расширить ресурсную базу, другие – получить выход на новые рынки, в том числе, на рынки соседних стран СНГ для обеспечения дальнейшего роста.

8. Происходит усиление роли государства на рынке М&А.

9. Международные и внутренние рынки капитала играют все большую роль в финансировании приобретений. Расширились возможности привлечения капитала путем выпуска акций и облигаций. Заметным источником финансовых ресурсов стали публичные размещения акций. Развитие национальных особенностей экономики России формирует отдельный путь российского рынка слияний и поглощений, который в ближайшее время не будет подвержен мировым волнообразным колебаниям.

Прогноз рынка слияний и поглощений на ближайшую перспективу:

– В ближайшее 5 – 7 лет цены на нефть, по крайней мере, не опустятся ниже 80 долл. за баррель (это обуславливает экономическую целесообразность добычи глубоко залегающей и трудно извлекаемой нефти).

– В России будет и дальше происходить консолидация различных отраслей народного хозяйства (в частности, машиностроения, сельского хозяйства, ЖКХ, СМИ и т.п.), где важную роль будет играть государство.

– В течение последующих пяти лет корпоративное законодательство в России будет приведено в соответствие с мировым, что позволит существенно сократить транзакционные издержки при трансграничных слияниях.

– Большинство российских компаний будут вести финансовую отчетность по международным стандартам, что даст отечественным компаниям дополнительные возможности для кредитования (что характерно для сделок LBO).

– На 2009–2010 гг. в России придется пик IPO, что даст компаниям большое количество финансовых ресурсов, которые они могут потратить на новые приобретения.

Описанные выше предпосылки дают возможность с достаточной степенью точности прогнозировать развитие российского рынка слияний и поглощений. Вопреки негативным тенденциям, сложившимся на мировых рынках, сырьевая ориентация российской экономики в ближайшие 3 года позволит рынку расти на 10–15% в год, после чего темпы роста отечественного рынка M&A приблизятся к мировым. Однако, нет ни одного основания утверждать, что в течение ближайших лет Россия может влиться в мировую экономику до такой степени, чтобы на рынке российских M&A начали проявляться циклические тенденции, присущие мировой экономике.

Наиболее ярко интеграционные процессы прослеживаются на примере сахарной промышленности. Происходящие в отрасли интеграционные процессы способствовали формированию ряда крупных сахарных компаний, которым в настоящее время принадлежит основной сегмент как производства сахара, так и его реализации.

Из большого числа компаний, работающих на сахарном рынке России, лидирующее положение занимают – «Продимекс», «Русагро», «Разгуляй», «СДР», «Евросахарсервис», «Объединенная продовольственная компания» и «Русский сахар».

Процессы интеграции представлены и в Республике Татарстан. Три сахарных завода функционируют в рамках двух крупных структур, что обеспечивает им выход на рынки сбыта, а также использование взаимодополняемости их ресурсов.

Изучение специфики деятельности горизонтально-интегрированных структур позволило нам сформулировать предлагаемую концепцию.

Существуют различные подходы к оценке эффективности слияний и поглощений, однако вопросам оценки эффективности слияний и поглощений уделено недостаточно внимания.

Нами был предложен метод «дерево целей» обоснования выбора стратегии. В качестве критериев предлагаются конкурентоспособность товара, концентрация отрасли, вид отрасли, технология. Концентрация отрасли является условием, при котором возможна горизонтальная интеграция, так как такой тип слияний жестко регламентирован антимонопольной политикой. Критерий вид отрасли мы заложили для того, чтобы показать разницу в динамике развития отраслей и, соответственно, разницу для использования типов стратегий. Стандартная или нестандартная технология изготовления показывает различные конкурентные преимущества, значит, также определяет стратегию предприятия. Конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынке определяет возможность развития предприятия в будущем и является основанием для интеграции или самостоятельного развития.

Логика выбора стратегии очевидна. Если отрасль является высококонцентрированной, то рекомендуется стратегия горизонтальной интеграции, но только в одном случае: когда существует угроза со стороны конкуренции зарубежных стран. Однако это условие выполняется только при принадлежности к традиционной отрасли и применении стандартной технологии изготовления товара.

Если отрасль не является высококонцентрированной, то горизонтальная интеграция не противоречит сути рыночной экономики и рекомендуется в четырех случаях, когда легко скопировать технологию, но при этом фирма имеет разную конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынке.

В случае, когда компания обладает уникальной технологией, то мы предлагаем стратегию развития рынка, продукта

Следующий подход по оценке целесообразности слияний и поглощений базируется на количественном подходе. В результате проведенного регрессионного анализа было получено уравнение зависимости рыночной стоимости от внутренних показателей предприятия по пищевой промышленности. Учитывая целесообразность объединения, мы вывели систему неравенств и пороговые значения для слияний компаний. Уравнение регрессии позволило нам оценить рыночную стоимость предприятий до и после слияния и рассчитать эффект от объединения.

Однако прогноз нашего эффекта целесообразно производить в определенном интервале. С этой целью мы разработали формулу для обоснования срока прогнозирования эффекта от объединения.

Апробацию наших методов мы провели на основе объединенной структуры сахарных заводов - ОАО «Буинский сахарный завод», ОАО «Заинский сахар», ОАО «Нижегородсахар».

Список литературы:

Законодательные источники:

1. Конституция Российской Федерации.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации.
3. Кодекс РСФСР об административных правонарушениях.
4. Уголовный кодекс Российской Федерации.
5. Федеральный закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (в редакции Закона РФ от 09.10.2002 г. N 2 122-ФЗ.).
6. Федеральный закон от 23 июня 1999 г. N 2 117 ФЗ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг».
7. Федеральный закон от 17 августа 1995 г. N 147-ФЗ «О естественных монополиях».

Монографии и диссертации:

8. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия /И. Ансофф. – СПб.: Питер,1999. – 416 с.
9. Ансофф И. Стратегическое управление / И. Ансофф. – М.: Экономика, 1989. – 519 с.
- 10.Бандурин А. В. Деятельность корпораций / А. В. Бандурин. – М.: БУКВИЦА, 1999. – 600 с.
- 11.Белых Л. П. Реструктуризация предприятия / Л. П. Белых, М. А. Федотова. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 399 с.
- 12.Булатов А. Н. Оценка экономической эффективности корпоративного управления на промышленных предприятиях: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / А. Н. Булатов – Казань, 2001. – 185 с.
- 13.Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / С. В.Валадайцев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.
- 14.Гафуров И. Р. Концепция территориального стратегического программирования развития промышленности: Дис. ...д-ра экон. наук: 08.00.05. / И. Р. Гафуров. - Казань,2005. – 343 с.
- 15.Герчикова И.Н. Менеджмент / И. Н. Герчикова. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 501 с.

16. Герштейн Е. Ф. Дифференциация и интеграция в промышленности: теория и практика развития: Дис. ...д-ра экон. наук: 08.00.05. / Е. Ф. Герштейн; Белорусский гос. экон. ун-т, Минск 1993. – 340 с.
17. Гютер Вёие Введение в общую экономику и организацию производства. Часть I. / Гютер Вёие, Ульрих Дёринг. - Красноярск 1995. - с. 314-370.
18. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, 2005. – 208 с.
19. Коростышевская Е. М. Научно-производственная интеграция: Политико-экономическое исследование: Дис. ...д-ра экон. наук: 08.00.01./ Е. М. Коростышевская. – СПб., 1999.-310 с.
20. Круглов М. И. Стратегическое управление компанией / М. И. Круглов. – М.: Русская деловая литература, 1998. – 768 с.
21. Кулик Е. Н. Формирование вертикально интегрированных структур в нефтегазохимическом комплексе (на примере РТ): Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / Е. Н. Кулик; КФЭИ - Казань 2000. – 266 с.
22. Кэмпбел Д. Стратегический менеджмент /Пер с англ. Н. И. Алмазовой. / Д. Кэмпбел, Дж. Стонхаус, Б. Хьюстон. – М.: ООО «Издательство Проспект», 2003. – 336 с.
23. Марголит Г. Р. Механизм экономической интеграции основного звена народного хозяйства: Дис. ...д-ра экон. наук: 08.00.05. / Г. Р. Марголит; Моск. ин-т управления. М., 1990. – 320 с.
24. Маркова В. Д. Стратегический менеджмент / В. Д. Маркова, С. А. Кузнецова. - М.: ИНФРА □ М; Новосибирск: Сибирское соглашение, 2002. – 288 с.
25. Матыцын А. Н. Вертикальная интеграция: теория и практика / А. Н. Матыцын. – М.: Издательский дом «Новый век», Институт микроэкономики, 2002. – 368 с.
26. Мескон М. Х. Основы менеджмента / М. Х. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. – М.: Дело, 1992. – 800 с.
27. Мильнер Б. З. Теория организаций / Б. З. Мильнер – М.: ИНФРА-М, 1998. – 336 с.

28. Радыгин А.Д. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе Серия "Научные труды" № 43Р / Соавт.: Р. Энтов, Н. Шмелева. - М.: ИЭПП, 2002.
29. Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. – 958 с.
30. Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
31. Корпоративное управление: Учеб. для вузов / М. Р. Сафиуллин, А.Н. Булатов и др. – Казань: Казан. гос. ун-т, 2003. – 276 с.
32. Сафиуллин М. Р. Стратегический менеджмент / М. Р. Сафиуллин. – Казань, 2003. - с. 64.
33. Сидоров С. Н. Сбалансированная экономическая оценка эффективности стратегии развития промышленных предприятий: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / С. Н Сидоров – Казань, 2004. – 186 с.
34. Храброва И. А. Корпоративное управление: вопросы интеграции / И .А. Храброва. - М.: Издательский Дом «Альпина», 2000. – 198 с.
35. Чуб Б. А. Диверсифицированные корпорации в современной экономике России / Б. А Чуб. – М.: БУКВИЦА, 2000. – 184 с.
36. Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.: Альпина Паблишер, 2004. – 332 с.

Статьи:

37. Авилова В. В. Финансово-промышленные группы как одна из движущих экономических форм в РТ / В. В. Авилова // Экономический вестник РТ. - 2005. - №1. - С.5-8.
38. Авельцев Д. Ю. Корпоративный менеджмент и организационно-правовые формы корпораций / Д. Ю Авельцев// Электронный доступ: http://www.business-plan.nm.ru/bp/lib_main.htm.
39. Антонов Г. Д. Предпосылки интеграции и эволюция интеграционных структур в России / Г. Д. Антонов, О. П. Иванова // Менеджмент в России и за рубежом. - 2002. - №5. – С.32-41.

- 40.Браславская М. Итоги 2004 года на рынке М&А/ М. Браславская, Д. Путилин //Слияния и поглощения. - 2005. - №2. - С.1-12.
- 41.Бурганов Р. Противоречивость процесса экономической концентрации в конкурентной среде/ Р. Бурганов //Экономический вестник. – Казань, 2002. - №3. - С.12-18.
- 42.Бурмистрова Т. Экономическая концентрация в России и государствах ЕС/Т. Бурмистрова, Г. Мартыненко //Право и экономика. - 2004. - №5. - С.13-24.
- 43.Васильев С.Н. Закон «Об акционерных обществах и антимонопольное законодательство/ С.Н. Васильев //Акционерный вестник. - 2005. - №5(20). - С.8-9.
- 44.Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова //Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1. - С.27-48.
- 45.Владимирова И.Г. Организационные формы интеграции компаний / И.Г. Владимирова //Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №6. - С.113-129.
- 46.Генске М. Механизмы финансирования слияний и поглощений: международный опыт/ М. Генске //Слияния & Поглощения. - 2003. - №9. - С.88-93.
- 47.Грютер Х. Интеграция приобретенного предприятия в компанию/ Х. Грютер.// Проблемы теории и практики управления. - 1993. - №6. – С.25-51.
- 48.Гукасян Л.Е.. Пути совершенствования отечественного законодательства о защите от недобросовестной конкуренции/ Л.Е Гукасян, А.В. Залесов, Д.И. Серегин //Законодательство и экономика. - 2004. - №5(241). – С.50-60.
- 49.Гулин О.А. Статистический анализ эффективности и синергетического эффекта в отраслевых корпорациях/ О.А. Гулин, В.И. Щедров
Электронный доступ: /<http://www.cfin.ru/Bandurin/article/sbrn02/index.shtml>.
- 50.Ильинская Н.В. Слияния и поглощения в современной России: анализ и тенденции/ Н.В. Ильинская //Бизнес Академия. – 2003. - №2-3(24). - С.33-39.
- 51.Карнаухов С. Н. Эффективность корпоративных структур/ С.Н. Карнаухов //РИСК. – 2000. - №1-2. - С.4-13.

52. Касьянов Ю. Антимонопольное законодательство за рубежом: позитивный опыт/ Ю. Касьянов // Мировая экономика и международные отношения. – 2004. - №8. - С.15-25.
53. Клейнер Г.Б. Структурно-интеграционные процессы в экономике: принципы формирования и возможности финансово-промышленных групп/ Г.Б. Клейнер, Н.Б. Нагрудная // Экономика и математические методы. – 1995. - Том 31, вып. 2. - С.20-31.
54. Кузнецов А.В. Менеджмент изменений/ А.В. Кузнецов // Синергетика в экономике и управлении. Камский политехнический институт; юбил. Сборник. - Наб.Челны, 2002. - С.15-25.
55. Кузьмина М.Н. Применение антимонопольного законодательства/ М.Н. Кузьмина // Арбитражная практика. – 2005. - №7. - С.63-72.
56. Куншина Л.В. Административные правонарушения антимонопольного законодательства/ Л.В. Куншина // Закон. – 2005. - №5. - С.50-53.
57. Леонов Р. «Враждебные поглощения» в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики/ Р. Леонов // Рынок ценных бумаг. – 2000. - №24(183). - С.35-39.
58. Липириди А.Г. Препятствие на пути прямых инвестиций: антимонопольное законодательство или несовершенство налоговой системы/ А.Г. Липириди // Налоговое планирование. – 2005. - №1. - С.3-5.
59. Ловчинский П.А. Анализ опыта слияний и поглощений в России и странах с переходной экономикой/ П.А. Ловчинский // Финансовый менеджмент. – 2005. - №1. - С. 67-72.
60. Лугачев Л.И., Мусатов М.М. Усиление роли государства на рынке слияний и поглощений в период экономической нестабильности // ЭКО №11, 2010.
61. Малышев В. Корпорация как форма организации интегрированной собственности/ В. Малышев // Экономист. – 1994. - №12. - С.43-51.
62. Мартыненко Г.И. Законодательство РФ об ограничении монополистической деятельности// Г.И. Мартыненко / Дайджест-финансы. – 2005. - №5(125). - С.8-14.
63. Маршак А. Слияния и Поглощения/ А. Маршак// Электронный доступ: bkg.ru.

64. Маршак А. Эффективные слияния и поглощения/ А Маршак. Электронный доступ: <http://www.bkg.ru>.
65. Мовсесян А.Г. Слияние, поглощение и интеграция как взаимодополняющие процессы/ А.Г. Мовсесян //Деньги и кредит.1999. - №1. - С.46-50.
66. Молотников А. Поглощения компаний: обзор методов и средств/ А. Молотников // Электронный доступ: <http://www.bkg.ru>.
67. Орлова Т. Горизонтальная и вертикальная концентрация, и интеграция и государственный контроль/ Т. Орлова //Законодательство и экономика. – 2000. - №5. – С.37-46.
68. Осипова Т. Интеграция как фактор устойчивости/ Т. Осипова //РИСК. – 2000. - №1-2. - С.14-19.
69. Павлов О. Как спроектировать будущее/ О. Павлов, Д. Родионов // Рынок ценных бумаг. – 1997. - №20(107). - С.19-23.
70. Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний / А.Н. Пирогов// Электронный доступ: <http://vedi.ru/periodic.htm>.
71. Пирогов А. Особенности слияний и поглощений российских компаний/ А. Пирогов //Управление компанией. – 2002. - №5. - С.65-70.
72. Полонский Интеграция производства и инвестирования/ Полонский, Марковский //Экономист. – 1997. - №10. - С.61-64.
73. Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе/ А. Радыгин Электронный доступ: <http://www.antax.ru/doc/articles.htm>.
74. Розенблит М. Рынок слияний и поглощений в 2010 году // Рынок ценных бумаг № 10, 2010.
75. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений/ С.В. Савчук //Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. - №5. - С.45-67.
76. Сибирская Е.В. Интеграционные структуры как основа стратегии развития региона/ Е.В. Сибирская // Регионология. – 2003. - №1-2. - С.94-97.
77. Спектор Е. О соответствии нормам гражданского и антимонопольного законодательства деятельности некоторых федеральных органов исполнительной власти в рамках проводимой административной реформы/ Е. О. Спектор //Право и экономика. – 2005. - №5. - С.10-12.

78. Стаки Дж. Когда нужна и не нужна вертикальная интеграция/ Дж. Стаки, Д. Уайт //The McKinsey Quarterly. – 1993. - №3. - С.77-101.
79. Томилина Э. Слияния и поглощения: ценность оценки/ Э. Томилина// Электронный доступ: <http://www.bkg.ru/index/shtml>.
80. Тренев Н.Н. Концепция повышения конкурентоспособности электротехнической продукции путем объединения предприятий электротехнической продукции / Н.Н. Тренев //Маркетинг в России и за рубежом. - 2001. - №3(23). - С.99-111.
81. Тюрина А.В. О формах интеграции капитала в финансово-промышленных группах / А.В. Тюрина //Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. - №3. - С.21-30.
82. Цветков В. Вопросы интеграции обрабатывающей индустрии/ В. Цветков // Экономист. – 2004. - №12. - С.14-22.
83. Чибриков Г. ЮНКТАД о формировании глобального рынка предприятий/ Г. Чибриков //РЭЖ. – 2001. - №8. - С.68-72.

Сайты:

84. Татфондбанк намерен создать агропромышленный холдинг. Электронный доступ: <http://www.altrc.ru>. <http://www.bankir.ru>.
85. Финансово-промышленные группы в российской экономике. Электронный доступ: <http://www.budgetrf.nsu.ru>.
86. Оценка компаний для приобретения. Учебный курс АССА. Электронный доступ: <http://www.consulting.ru>.
87. Соппротивление приобретению: Учебный курс АССА. Электронный доступ: <http://www.consulting.ru>.
88. «Нижегородсахар» в 2004 г. увеличил производство сахара. Электронный доступ: <http://www.apk-inform.ru>.
89. «Нижегородсахар»: от поля до прилавка. Электронный доступ: <http://www.ntovari.nnov.ru>.
90. Татарстан. Новости. Слияние и поглощение. Электронный доступ: <http://www.konditerprom.ru>.
91. Дранкина Е. Рынок слияний и поглощений в России. Способы финансирования сделок по слиянию и поглощению на российском рынке и на Западе. Электронный доступ: <http://www.rusmet.ru>.

92. Слияния, поглощения: КГТС меняет акционеров. Электронный доступ:
<http://www.mforum.ru>.
93. Данные по предприятиям пищевой промышленности. Электронный доступ: <http://www.skrin.ru>.
94. Официальный городской портал города Заинска Электронный доступ:
<http://www.zainnsk.ru>.
95. «Нижегородсахар» сменил владельца. Электронный доступ:
<http://www.zernoonline.ru>.
96. Осташенков И.Н. Тенденции и перспективы слияний и поглощений в России / Электронный доступ: <http://bre.ru/risk/24590.html>
97. Каменев К.А. Особенности этапов формирования российского рынка слияний и поглощений / Электронный доступ: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=2093>
98. В 2012 году мировой рынок слияний и поглощений может вырасти более чем на 250 млрд евро - NetJets Europe / Электронный доступ:
<http://www.finmarket.ru/z/nws/news.asp?id=2626342>

Приложение 1

Авторы	Определения	Примечание
<p>Дэвид Кэмпбел, Джордж Стоунхаус, Билли Хьюстон</p>	<p>«Слияние. При добровольном слиянии акционеры компании объединяются на добровольной основе и делят ресурсы образовательной укрупненной компании, становясь акционерами новой организации. Поглощение. Поглощение – это «неравный брак», когда одна компания приобретает другую. При такой сделке акционеры поглощаемой компании не являются владельцами укрупненной организации. Акции малой компании скупаются более крупной компанией. Присоединение. Это еще один способ приобретения одной компанией другой с той лишь разницей, что приобретающая компания выступает в роли захватчика. В этом случае используется термин «принудительное поглощение».</p>	<p>Критерий определения – слияния и поглощения – образование новой или укрупнение существующей компании.</p>
<p>Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу</p>	<p>«термин слияние имеет четкое юридическое определение и не имеет ничего общего с тем, как будет осуществляться управление объединенными компаниями после слияния. Слияние происходит, когда одна корпорация соединяется с другой и растворяется в ней. Корпоративное поглощение это процесс, предполагающий, что акции или активы корпорации становятся собственностью покупателя. Данная сделка может принять форму покупки акций или покупки активов. Поглощение это общий термин, используемый для описания передачи собственности. Слияние – более узкий технический термин для определенной юридической процедуры, которая может последовать, а может и не последовать за поглощением».</p>	<p>Критерий определения – слияния и поглощения – последующая процедура объединения. Если компании сливаются, то они перенимают все аспекты деятельности фирмы. Если просто поглощаются, то могут просто сосуществовать как финансовые партнеры.</p>

Валдайцев С.В.	<p>«простым слиянием считается приобретение одной фирмой акций другой компании (и возможно, наоборот) в таком количестве, которое не дало бы покупателю акций контроля над предприятием, чьи акции приобретаются, но обеспечило бы степень влияния, достаточную для того, чтобы, с одной стороны, заинтересовать в максимизации прибыли продавца покупки, а с другой стороны, получить существенное влияние на его менеджмент.</p> <p>Поглощения отличаются от слияний тем, что поглощающая фирма приобретает (зачастую по частям от многих сравнительно мелких акционеров) очевидно (при имеющемся распределении акций объекта поглощения) контрольный пакет поглощаемого предприятия. Если приобретается пакет, превышающий 75% обычных акций поглощаемой компании (дающей право на ее ликвидацию в результате голосования тремя четвертыми акций), то поглощение может привести к потере поглощаемым предприятием своей юридической самостоятельности и превращению его в подразделение (структурную единицу) поглощающей фирмы. Если же приобретается контрольный пакет, составляющий менее 75% обыкновенных акций, то поглощенная компания может не потерять своей юридической самостоятельности, но окажется выраженным дочерним предприятием (филиалом) поглощающей фирмы».</p>	Критерий определения – слияния и поглощения – приобретение контрольного пакета акций.
Рудык Н.Б., Семенкова Е.В.	«в мировой практике принято определять поглощение как оплаченную сделку, в результате проведения которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики. В сделке принимают участие две стороны: корпорация-покупатель и корпорация-цель (продавец). Возможны следующие формы	Критерий определения – слияния и поглощения – права собственности и замена менеджмента купленной компании.

	<p>поглощений:</p> <p>1. Корпорация-покупатель делает тендерное предложение (предложение выкупить 95-100% акций корпорации-цели) менеджеру корпорации-цели. Тогда такое поглощение называют «дружеским» поглощением (friendly takeover).</p> <p>2. Корпорация-покупатель делает тендерное предложение акционерам корпорации-цели, минуя при этом ее менеджмент. Тогда такое поглощение называют «жестким» поглощением (hostile takeover).</p> <p>Термин «слияние» (merger) авторы будут употреблять, когда речь идет о дружеском поглощении, а не в смысле финансовой сделки, в результате которой происходит объединение двух или более корпораций в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся корпораций, сохранением состава собственников и их прав.</p>	
Радьгин А.Д.	Слияния и поглощения анализирует через призму зарубежных и отечественных авторов	Эти термины привязаны к законодательству каждой страны.
Игнатишин Ю.В.	Слияния и поглощения анализирует через призму зарубежных и отечественных авторов	Эти термины привязаны к законодательству каждой страны.
Предлагаемый подход	<p>Таким образом, для привязки этих терминов к отечественной практике лучше всего руководствоваться ФЗ об АО (ст. 15-20), где определено следующее:</p> <p>Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних (ст. 16).</p> <p>Присоединением общества признается прекращение одного или</p>	<p>Для использования терминов слияния и поглощения в профессиональной деятельности менеджера необходимо сослаться на ФЗ об АО.</p>

	<p>нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу (ст.17).</p>	<p>Для научной терминологии: слияния – добровольное объединение. Поглощение – приобретение одной компанией другой и взятие ее под свой контроль.</p>
--	---	--

Формы объединения бизнесов¹



¹ Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Пер. с англ./ Ч.Эванс Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.:Альпина Паблишер, 2004.

Сделки рынка корпоративного контроля¹



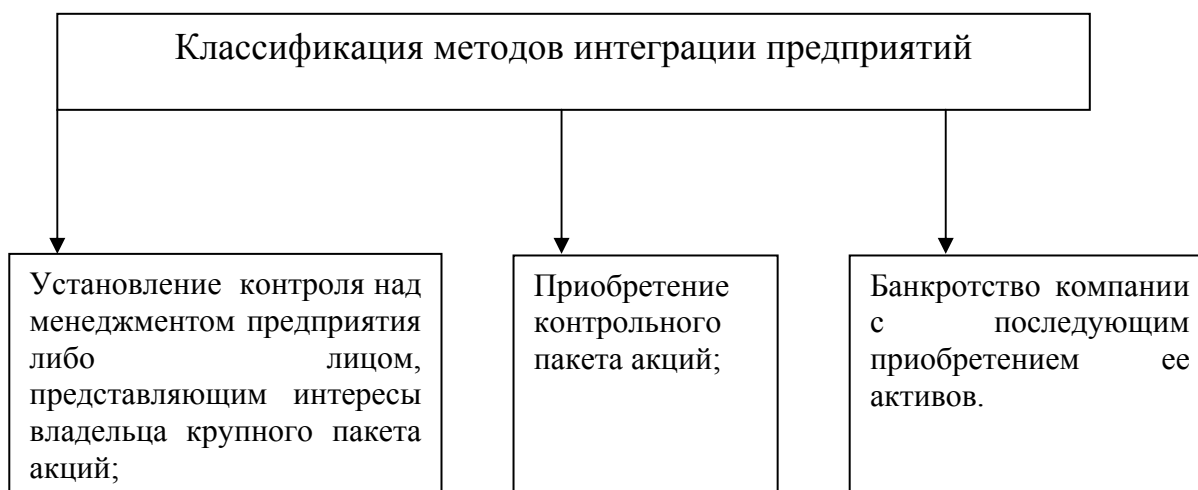
¹ Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000.

Слияния и поглощения в корпоративном секторе¹



¹ Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе/ А. Радыгин //http://www.antax.ru/doc/articles.htm.

Методы и средства поглощения компаний¹



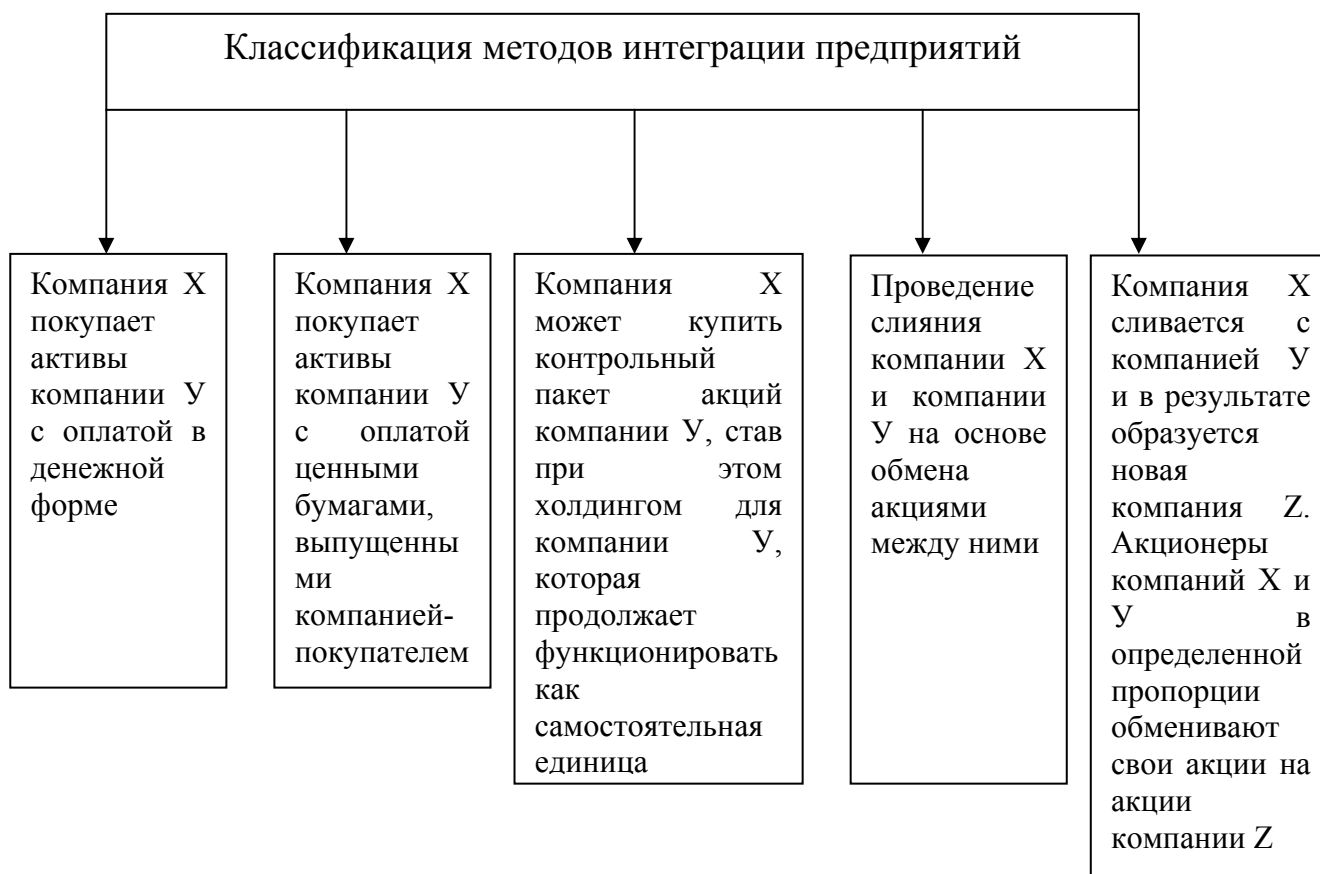
¹Молотников А. Поглощения компаний: обзор методов и средств/ А. Молотников // <http://www.bkg.ru>.

Структурирование сделок по слиянию и поглощению.¹



¹ Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

Слияния и поглощения компаний¹



¹ Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - №1. - С.27-48.

Схемы реорганизации фирмы



¹ Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / С. В.Валадайцев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.

Общая схема стратегического планирования слияний и поглощений

Схема принятия решения по интеграции представлена на рис.3.1.1.¹ Для действующих компаний стратегическое планирование заключается в выявлении и количественной оценке сильных и слабых сторон. Процесс слияния или поглощения следует нацеливать только на те отрасли и компании, доступ в которые обеспечит выгодное использование сильных сторон и укрепление слабых. В этом процессе штат сотрудников, готовящих слияние, становится «генератором возможностей», но преследует только те из них, которые будут отвечать избранной стратегии.

Планирование такого рода резко сокращает затраты на анализ случайных возможностей. Проработанный стратегический план содержит количественную оценку того, насколько соответствуют ему эти потенциальные возможности, и, поскольку имеется ряд альтернатив, ранжирует их по степени желательности. Такое ранжирование является способом определения риска.

Стратегическое планирование также может помочь в процессе выявления слабых звеньев. В любом многопрофильном центре прибыли стратегическое планирование, которое не показывает автоматически кандидатов на продажу или закрытие, вероятно, не является по-настоящему стратегическим. При любой стратегии необходимо сравнивать то, что вы делаете, с тем, что вы могли бы делать, располагая вашими ресурсами. Если новые отрасли сулят вам более высокие прибыли, то разумнее продать старые направления деятельности, по возможности с премией, фирме, которой они подходят, а деньги перевложить в новые линии посредством внутреннего или внешнего инвестирования. Суть стратегического планирования - в контроле этого непрерывного процесса передислокации средств.

Общая стратегия компании разрабатывается на уровне правления. Таким образом, на уровне компании может быть разработана стратегия расширения ее посредством крупного горизонтального поглощения – приобретения крупного конкурента примерно такого же размера или больше. Или, наоборот, правление может предпочесть временно сократить компанию путем продажи крупных направлений бизнеса и последующего перераспределения денежных средств в совершенно новые и более доходные направления, не связанные с традиционным бизнесом компании.

Корпоративная стратегия предполагает соединение под общим управлением нескольких стратегических бизнес-единиц, которые имеют некоторые общие элементы - технологию, маркетинг, географическое местоположение и т.д. Такие мегагруппы формируются при помощи групповой стратегии. Денежная выручка членов группы перераспределяется внутри нее, чтобы максимизировать долгосрочную прибыль.

Группа также постоянно ищет новые инвестиционные возможности, соответствующие ее специализации.

Секторальная или групповая стратегия предполагает объединение в рамках одной корпорации или группы стратегических бизнес-единиц, которые имеют что-то общее. Затем, так же как и в корпоративной стратегии, денежная выручка распределяется и возвращается отдельным бизнес-единицам либо направляется в новые внутренние или внешние инвестиции.

¹ Сформулирована нами на основе: Сафиуллин М. Р. Стратегический менеджмент / М. Р. Сафиуллин. – Казань, 2003; Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенова. – М: Финансы и статистика, 2000; Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

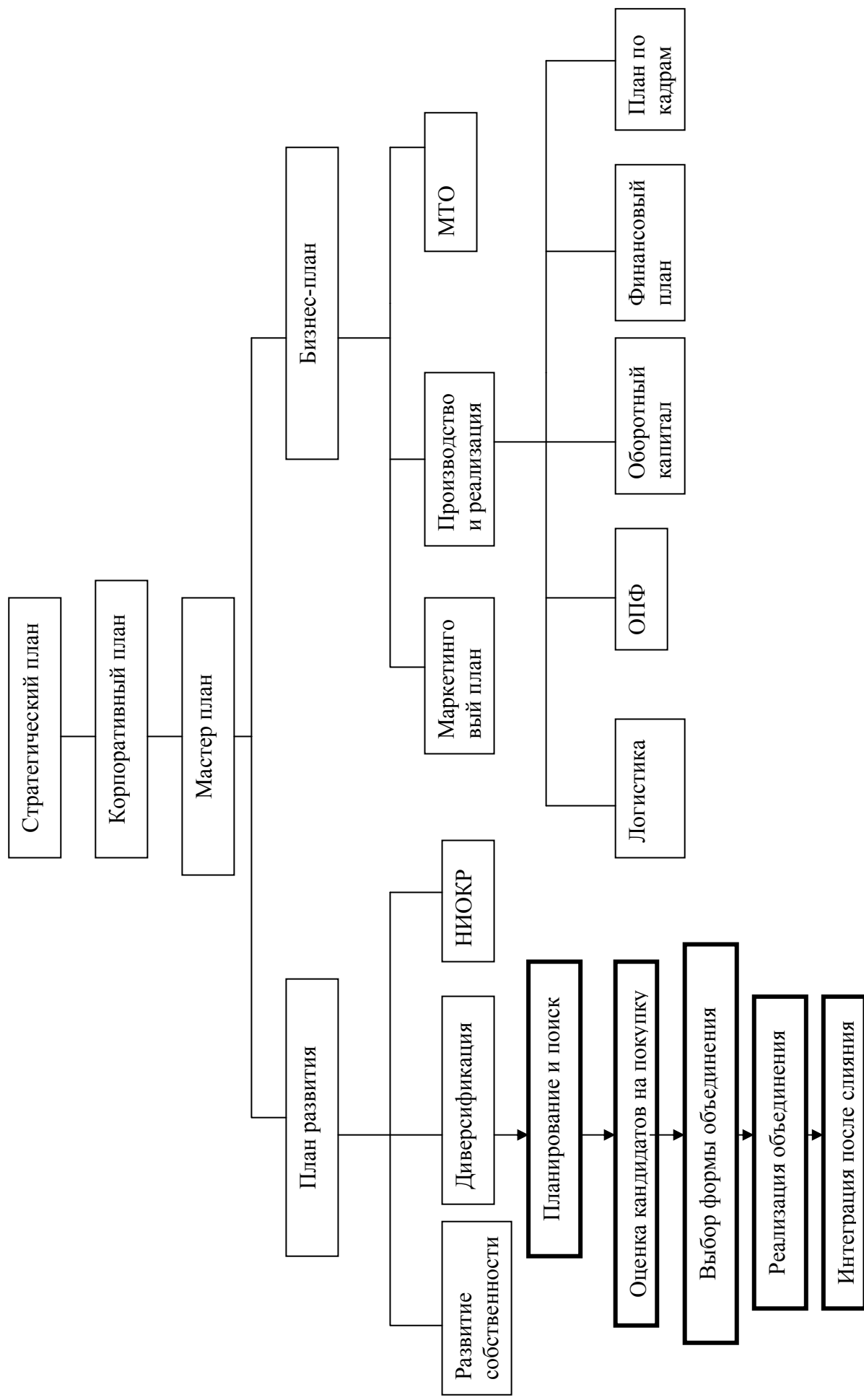


Рис. 3.1.1. Иерархия стратегического планирования.

Стратегия бизнес-единицы предполагает объединение под общим управлением тех продуктовых линий, которые имеют некоторые общие элементы, чаще всего производственные или маркетинговые. Денежная выручка реинвестируется в наиболее перспективные единицы после сравнения потенциальной прибыли, которая может быть получена в результате поглощения новых продуктовых линий и развертывания собственного производства этих продуктов.

Стратегия продуктовой линии опирается на жизненные циклы продукта, дополняя или замещая зрелые или стареющие продукты новыми.

Функциональная стратегия имеет дело с альтернативными методами производства: например, переходом от алюминиевого литья к штампованной пластмассе или от древесины к стекловолокну при изготовлении катеров и лодок. Она также должна включать передислокацию производства, поиск более дешевой рабочей силы, меньшей арендной платы, лучших условий для сотрудников, близость к сырью и т. д.

Любая организация должна иметь программу развития, причем такую, которая допускает все виды роста, начиная с внутреннего развития и кончая созданием совместных предприятий и поглощениями. Поскольку эти виды развития имеют сходную природу и дополняют друг друга, реализация одного из них требует увязки с другими. Иными словами, даже если компания и не планирует поглощения, программа развития бизнеса все равно должна предусматривать возможность слияний и поглощений. Подробнее остановимся на плане развития для предприятия. В рамках данного плана очень уязвимым местом в планировании является диверсификация.

Планирование. Одна из основных проблем корпоративного планирования коренится в странном убеждении, что, план должен разрабатывать вице-президент по планированию. Оно ведет к катастрофическим последствиям, поскольку руководитель планирующего органа не принимает участия в реализации плана. Его задача - контролировать выполнение плана. Сами же планы должны разрабатываться теми, кто будет осуществлять их. Принципиальная проблема разработчиков заключается в отсутствии структуры, на основе которой можно строить план.

Поиск. К поиску и отбору компания-приобретатель переходит после того, как завершены стратегическая самооценка и выработка стратегии поглощения. Она начинается с идентификации фокусных отраслей и конкретных фокусных компаний (или кандидатов), которые удовлетворяют критериям.

В случае стратегических поглощений продолжительность зависит от содержания про граммы и объема имеющейся информации по объекту. Обычно для идентификации нескольких приемлемых кандидатов необходимо как минимум несколько месяцев.

Однако не стоит удивляться, если процесс окажется более длительным, поскольку кандидаты далеко не всегда готовы принять предложение о поглощении. Если у покупателя узконаправленный интерес к конкретным компаниям, которые не готовы пойти на поглощение сразу, то могут пройти годы, прежде чем семена запросов прорастут и превратятся в реальные переговоры.

Оценка кандидата проводится с помощью различных методов. Вот некоторые из них:

1. Оценка по восстановительной стоимости. Этот метод проще других, однако самый трудоемкий из них. Имея объект для анализа, покупатель начинает выяснять затраты для создания с нуля точной копии компании во всех ее аспектах. Учитываются как «твердые», так и «мягкие» активы. К «твердым» относятся земля, здания, оборудование, запасы, незавершенное производство и т.п. К «мягким» - стоимость найма и обучения людей, создания рынков и защитительных инструментов, например авторских прав и торговых марок, создания клиентской базы и т.п. Оценочная стоимость сравнивается с ценой продавца или используется для определения цены и ведения переговоров.

2. Инвестиционный метод, или метод средней доходности. Этот метод чаще других используется для оценки приобретений. Он заключается в сопоставлении прогнозируемого среднего дохода с прогнозируемыми средними вложениями в проект. Требуемую прогнозную среднюю доходность иногда называют пороговой ставкой доходности, которая чаще всего представляет собой стоимость капитала для покупателя. Как уже отмечалось выше, ее модифицируют с учетом риска вхождения в бизнес. Пороговая ставка понижается для бизнеса, который более знаком покупателю.

3. Оценка на основе периода окупаемости. Это один из наиболее испытанных методов оценки приобретения. Он заимствован из сферы капитального бюджетирования и до сих пор используется в случаях приобретения оборудования и других основных средств. Существо этого метода в том, что компания по своему усмотрению может установить/период времени, через который инвестированный капитал должен быть возвращен, или «окуплен». Обычно при приобретении станка с компьютерным управлением или партии таких станков их цена плюс стоимость доставки, монтажа, обучения обслуживающего персонала и т.п. должны окупаться за 3-5 лет, иначе на капиталовложения никто не пойдет. Риски технологического устаревания, спада продаж, забастовок и других катастроф, принимаемые в расчет, сокращают период окупаемости, а ожидаемые положительные события удлиняют его.

4. Метод внутренней ставки дохода (IRR). Этот метод использовался для оценки инвестиций в течение очень долгого времени крупными компаниями, располагающими вычислительными ресурсами или большим штатом бухгалтеров. Некоторые продолжают применять его и сейчас. Смысл его в том, чтобы отыскать такую ставку дисконта, при которой текущая стоимость будущих денежных потоков, приносимых инвестициями, равна стоимости инвестиций.

Если чистая текущая стоимость исходящих и входящих денежных потоков равна нулю, то ставка дисконта равна IRR. IRR считается приемлемой, когда она равна пороговой ставке доходности или превышает ее.

5. Метод рыночной стоимости. Этот метод, применявшийся первоначально при поглощении публичных компаний, требует поиска «аналогов» на открытых рынках, которые, как считается, являются «эффективными», т.е. такими, где вся информация об аналогах доступна и покупателям, и продавцам и используется для определения курсов их ценных бумаг. Метод используется и в наши дни и даже является обязательным в рамках процедуры «дью дилидженс» при приобретении контрольных пакетов акций публичных компаний.

Оценка по рыночной стоимости предполагает использование показателей отношения цены к доходу (P/E) публичных компаний для установления цены или диапазона цен.

Проблему сопоставимости чаще всего решить довольно трудно. Абсолютно сопоставимых компаний попросту не существует, оценщику приходится усреднять показатели по группе близких аналогов. Для некоторых продавцов этот метод опасен тем, что опытный покупатель может выбирать лучшие аналоги.

6. Метод дисконтированного денежного потока. Этот метод, называемый еще методом дисконтированной будущей прибыли, является единственно пригодным для оценки действующей компании. По своей сути он позволяет оценить чистую текущую стоимость будущих денежных потоков или прибылей путем дисконтирования с учетом риска

Процедура дью дилидженс. Основное назначение процедуры «дью дилидженс», или «должной проверки», в контексте слияний и поглощений - оценить выгоды и обязательства предполагаемого поглощения путем анализа всех относящихся к делу аспектов прошлого, настоящего и прогнозируемого будущего приобретаемого бизнеса. Термин также используется в законодательстве о ценных бумагах для описания

процедур контроля и анализа, обязательных для должностных лиц, директоров, андеррайтеров и иных лиц в связи с публичным размещением ценных бумаг.

Процедура «дью дилидженс» играет важнейшую роль в процессе слияния, поглощения или выкупа. Отсутствие должной проверки является здесь ведущей причиной плохих финансовых результатов в период после слияния и основной причиной судебных исков против должностных лиц и директоров

Она начинается с момента, когда покупатель впервые задумывается о проведении возможного поглощения. Покупатель начинает изучать информацию о компании, которая на тот момент времени доступна. По публичным компаниям такая информация обычно берется из различных официальных источников - от широко распространенных обзоров публикаций прессы о компании и отчетности, предоставляемой компанией в Комиссию по ценным бумагам и биржам, до меморандумов, подготавливаемых компанией или ее банкирами для потенциальных покупателей.

Начальная фаза «дью дилидженс» в действительности представляет собой процесс поиска, отслеживания, оценки и финансирования.

Покупатель обычно составляет мнение на основе как собственного опыта, так и опыта привлеченных консультантов и экспертов. Как минимум команда «дью дилидженс» включает финансовый, бухгалтерский и юридический персонал. В нее также могут входить экономисты, инженеры, эксперты по экологии и всевозможные другие специалисты.

Выбор метода объединения. Пожалуй, ни один из аспектов процесса слияния, поглощения или выкупа не является более важным, чем финансирование. Слияние не бывает бесплатным - чтобы купить компанию, нужны деньги, а их нужно откуда-то получить. В конечном счете все сделки оплачиваются наличными, акциями и/или векселями, но конкретный вид этих трех основных способов расчета зависит от источника финансирования и решения множества вопросов.

Если сделка финансируется из собственных средств, то как именно: с использованием существующих акций, первоначального публичного предложения или частного размещения? Будет ли в сделке участвовать венчурная компания и если да, не захочет ли она контролировать будущие действия поглощаемой компании? Если сделка финансируется *денежными средствами*, будут ли они собственными или заемными? Если планируется заем, то кто его предоставит - коммерческий банк или менее традиционный кредитор, например коммерческая финансовая компания, лизинговая компания или компания по страхованию жизни? Сколько будет кредиторов и каковы условия кредитования? Не будут ли условия кредитных договоров или векселей излишне жестко регулировать платежи покупателя кредитору или продавцу?

Основное внимание должно быть уделено сделкам с высокой долей заемных средств с акцентом на выкупах «с рычагом», т.е. на превращении публичных компаний или их подразделений в частные с использованием заемных средств.

Очень многое зависит от того, как сформулированы соглашения между покупателями, продавцами и третьими сторонами (включая коммерческие банки и не только их), где каждая из сторон делает ставку на будущее. Изобретательность, умение вести переговоры и внимание к деталям - вот что определяет грань между успехом и неудачей.

Реализация объединения. При осуществлении слияний, поглощений и выкупов неизбежно приходится решать вопросы, связанные с компенсационными выплатами. Покупатель, естественно, старается уйти от каких-либо обещаний, поскольку ему нужна максимальная свобода действий при решении этих вопросов после слияния. Однако свобода маневра появляется у него редко, так как требования продавца, а также законодательные положения заставляют его либо принять новые обязательства, либо подтвердить

существующие. Продавцам обычно небезразлична дальнейшая судьба руководства и персонала продаваемой компании, особенно если речь идет о выкупе менеджментом (МВО) или о компаниях с небольшим числом владельцев, где продавцами зачастую являются сами менеджеры. Там, где действуют программы участия персонала в прибылях или существуют профсоюзы, свое слово в отношении оплаты труда после слияния могут сказать и рядовые служащие.

Наиболее удобный момент для обсуждения вопроса об оплате труда - средняя фаза сделки, когда осуществляется процедура «дью дилидженс», а команда юристов готовит соглашение о поглощении.

Письмо о соглашении. Письмо о намерении - это составляемый до разработки контракта документ, в котором изложены договоренности сторон относительно проведения переговоров по контракту. Чаще всего письмо не налагает каких-либо обязательств на участников переговоров за исключением особых обстоятельств, но и в этом, случае круг таких обязательств предельно ограничен.

В письме о намерении закрепляются основные условия сделки, которые до этого являлись предметом устных переговоров между сторонами. В письме оговариваются предполагаемая структура сделки, цена и условия расчетов, условия передаваемых в уплату долговых обязательств или акций, а также другие важные особенности будущей сделки общего характера, в частности вопросы отражения в учете и налогообложения (например, будет ли это не подлежащая налогообложению реорганизация или облагаемая налогами сделка).

В письме о намерении оговариваются также предварительные условия совершения сделки, в том числе необходимость получения разрешения регулирующих органов и, что более важно, выполнение процедуры «дью дилидженс» заключение устраивающего обе стороны соглашения о поглощении.

Завершение сделки. Завершение сделки - это процесс подписания и передачи документации и, если необходимо, перевода средств. Обычно, если сделка не финансируется покупателем из внутренних источников, процесс включает в себя два основных элемента: завершение поглощения, или корпоративную часть, когда продавец и покупатель осуществляют слияние или передачу и поставку акций или активов в соответствии с соглашением о поглощении, и финансовую часть, когда один или несколько кредиторов или иные финансирующие стороны предоставляют покупателю как заемщику финансовые средства для поглощения в соответствии с кредитным соглашением или иными финансовыми документами. Часть этих средств переводится продавцу в счет стоимости покупки.

Иногда стороны хотят подписать и завершить корпоративную часть сделки одновременно. Это чаще всего происходит в случаях, когда покупатель финансирует сделку из внутренних источников, когда для завершения сделки не требуется одобрения правительственных органов или когда сделка должна быть завершена очень быстро после того, как стороны достигли первоначальной договоренности - например, чтобы воспользоваться преимуществами истекающего налогового закона или дать возможность продавцу вовремя получить средства от продажи, чтобы выполнить обязательства по погашению долга.

Если сделка очень сложная и требует одобрения правительственных органов или финансирования третьей стороны, то стороны, скорее всего, подпишут письмо о намерениях, проведут переговоры и заключат соглашение о поглощении, а затем завершат сделку, когда будут выполнены «условия завершения» (часто это официально составленный документ) и станет доступным финансирование. Правительственные агентства могут потребовать, чтобы стороны заключили соглашение о поглощении, прежде чем будет рассматриваться их заявка на получение разрешения на сделку. Аналогичным образом кредиторы могут потребовать, чтобы условия сделки были утверждены до того, как они выделяют ресурсы для оценки этой сделки. В частности, они хотят знать, какие заявления и гарантии даны продавцом и какие средства защиты доступны покупателю, если продавец нарушит их.

Интеграция после слияния. Нужно приложить большие усилия, чтобы объединить две или большее число компаний после того, как они стали единой собственностью. Постслияние - это период после слияния (или иной сделки), который ведет к объединению двух компаний. Интеграция - это такое соединение элементов, в результате которого появляется единое целое.

Не все сделки завершаются интеграцией после того, как произошло слияние. Как уже упоминалось ранее, два основных вида поглощения: стратегическое и финансовое. Вероятнее всего, только стратегический покупатель сумеет интегрировать поглощенную компанию в самостоятельно действующее предприятие. Напротив, финансовый покупатель, скорее, оставит приобретенную компанию в покое, предоставив ей только капитал и руководство.

Полезно представлять себе слияние как локальное и глобальное объединение всех ресурсов, процессов и обязанностей покупающей и продающей компаний.

Касаясь ресурсов, следует сказать: существуют человеческие ресурсы на уровне совета директоров, менеджмента и обеспечивающих структур. Кроме того, покупателям придется рассмотреть вопрос интеграции финансовых, материальных и нематериальных ресурсов, в особенности деловой репутации, включая имя компании и марку продавца. Что касается методов, то покупатели и продавцы должны подумать над тем, как они могли бы интегрировать процессы, в том числе системы менеджмента, системы оплаты труда и стимулирования инноваций. Наконец, когда дело доходит до обязанностей, полезно расценивать их как налагаемые либо законом, либо этикой обязательства перед различными группами заинтересованных лиц, включая клиентов, поставщиков, акционеров, владельцев облигаций, работников и общественность.

Интеграция, затрагивающая всю организацию, способна оказать влияние на качество ресурсов, усиливая сильные стороны и компенсируя слабые, совершенствуя эффективность процессов через сокращение избыточности и обеспечивая выполнение обязательств через распространение их на всех организаторов бизнеса. В целом, интеграция способна создать у каждого члена недавно объединенной компании ощущение причастности к общей цели. Осознание ее может помочь работникам скорее пойти навстречу нововведениям, чем сопротивляться факту, что после слияния новая организация должна измениться. Здравый смысл и исследования в одинаковой мере доказывают: чтобы любые организационные изменения оказались успешными, реструктуризация не должна ограничиваться одним подразделением или каким-либо уровнем организации

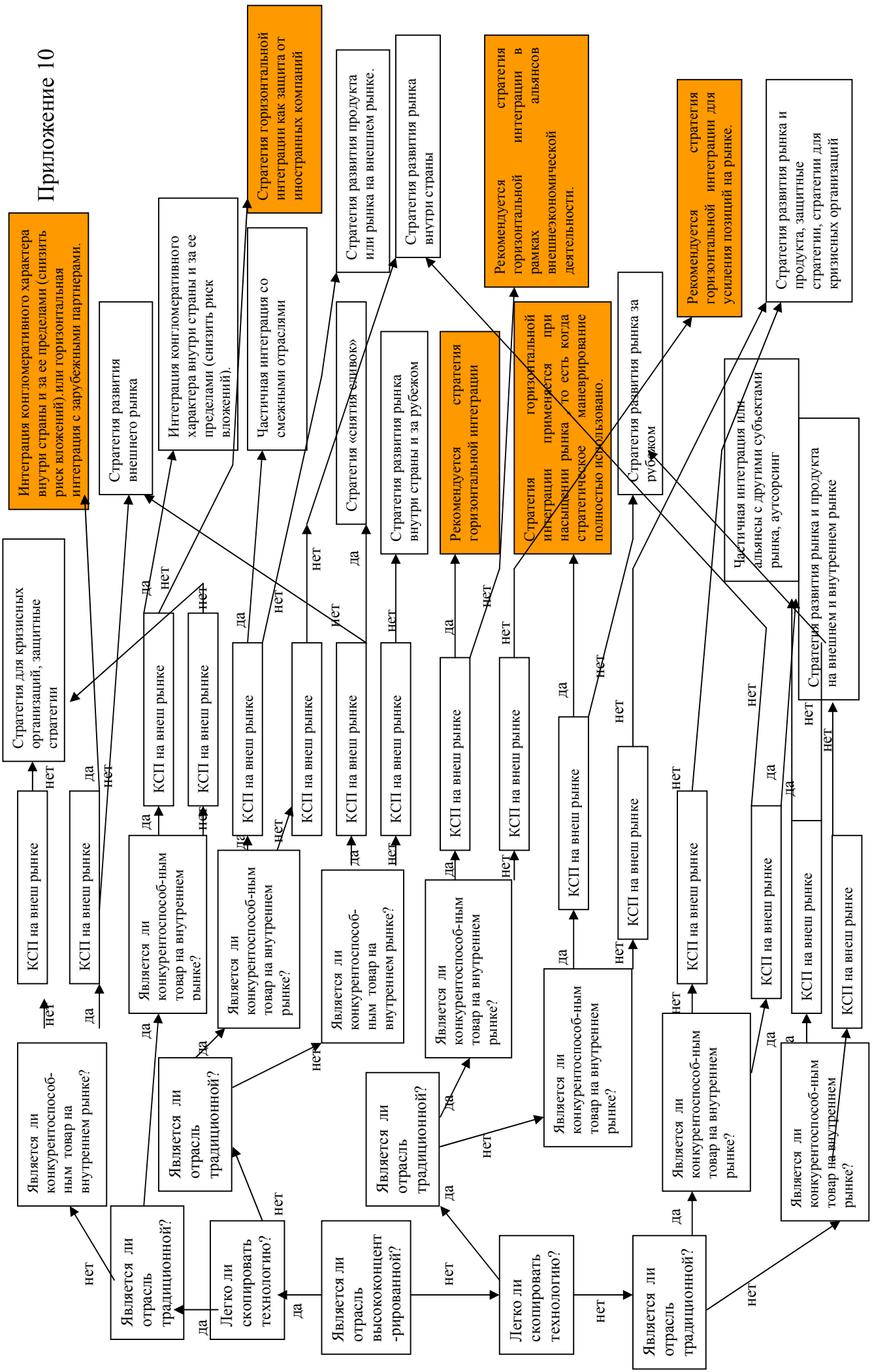
Одновременно с проведением процедуры «дью дилидженс» следует выполнить стратегический анализ на предмет выявления существующих синергетических эффектов и возможности их использования.

В дополнение к этому руководители высшего звена по покупающей компании (часто совместно с приобретаемой компанией) разрабатывают план интеграции.

План постслияния - это документ, четко очерчивающий, когда и как основные ресурсы, процессы и обязательства поглощающей и поглощаемой компаний будут объединены для достижения стратегических целей. В конечном итоге эту схему получают ключевые работники и (в измененном виде) другие заинтересованные стороны. Как и любые корпоративные документы, данный план подлежит проверке юристами.

Планы интеграции различаются во многом, в зависимости от сферы деятельности бизнеса и ситуации. Тем не менее, очевидно, что в плане постслияния должны присутствовать три элемента: цели новой компании, способ обеспечения интеграции ресурсов, систем и обязанностей и график интеграции.

Приложение 10



Приложение 11

Рыночная стоимость	Собственный капитал	Выручка	Прибыль	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Себестоимость	Капитал и резервы	Валюта баланса	Долгосрочные активы	Краткосрочные активы
9,0098	4,5	755	11,8	215	155	700	160	370	95	135
7,5082	5,401	872,93	12,9	227,605	164,74	818,621	162,782	392,345	83,085	146,478
7,5082	6,851	1274,726	54,946	232,982	343,561	1097,975	217,747	576,543	37,421	321,375
9,0098	8,741	1328,125	43,211	263,67	464,312	1201,129	262,849	727,982	73,163	397,367
9,7607	8,996	1464,68	7,196	257,435	486,807	1351,54	262,849	744,242	66,504	414,889
25,7933	-2,608	136,84	-29,79	191,445	221,195	141,378	-73,448	412,64	0	486,088
36,9062	-4,122	85,61	-50,64	179,122	207,063	125,814	-124,232	386,185	0	510,417
33,4684	-8,321	41,73	-140,24	142,01	98,263	35,045	-264,492	240,273	0	504,764
51,8536	-3,974	16,74	-0,64	164,57	216,802	12,35	-124,714	381,372	0	506,086
30,527	51,6	39,624	-25,093	282,411	20,944	44,271	307,536	365,92	41,999	58,385
30,9811	7,093	119,767	-10,138	118,381	27,235	103,025	146,473	222,181	46,999	33,709
30,6711	5,278	138,019	-12,748	113,867	32,643	126,0178	142,496	239,572	0	50,077
30,8142	1,602	108,5	-1,93	118,26	39,327	94,71	44,442	157,587	0	113,145
21472,69	21,114	2690,813	344,514	324,077	747,297	2201,053	636,376	1071,374	0,579	434,419
21635,98	35,409	5251,945	386,355	525,556	1612,855	4145,677	1125,442	2138,411	0,217	1012,752
21717,62	65,449	8146,519	1011,993	787,769	2160,1	5366,214	1927,777	2947,869	15,618	1004,474
22289,13	113,4	10462,34	1856,67	1448,943	2875,579	4309,74	3313,204	4324,522	265,109	746,209
22088	23,20	2,20	0,92	718,41	4,72	0,01	699,09	723,14	5998,83	24,05
25182,92	191,61	5,31	252,73	2074,79	4025,30	0,02	6090,13	6100,08	5882,74	9,95
21383,96	209,96	470,53	94,26	11034,34	1230,68	29,72	6184,40	12265,02	0,00	81,79
16013,45	208,39	315,05	-95,80	11726,35	787,22	4,12	6088,60	12513,57	0,00	542,23
516,4925	8,449	1707,324	24,154	231,249	260,788	1608,498	254,656	492,037	107,379	237,381
612,8008	9,259	1854,936	39,636	222,8	306,33	1596,082	294,289	529,13	137,31	209,783

Продолжение Приложения 11

492,3353	12,932	2295,958	98,968	271,14	517,271	1937,711	380,894	788,411	0	300,138
443,9602	14,218	1894,468	34,512	302,02	635,631	1643,464	415,406	937,651	0	384,935
1932,841	4,07	94,881	17,487	7,595	198,989	67,332	114,596	206,585	0	91,989
2019,361	7,302	507,451	68,911	100,277	192,126	382,794	220,082	292,403	0	72,321
2105,041	8,633	578,991	36,795	201,108	180,416	434,452	274,395	381,524	37,109	70,019
2124,361	10,109	736,456	52,729	221,233	313,823	502,596	309,454	535,056	63,435	162,167
1444,82	38,422	2755,648	267,822	1046,445	642,46	2029,881	1158,023	1688,905	135,892	530,882
1336,02	45,396	3577,634	297,763	1051,652	1012,586	2608,103	1442,875	2064,238	396,584	485,471
1521,14	55,074	3957,286	298,449	933,649	1839,815	2892,946	1622,184	2773,464	94,163	754,696
2161,58	53,21	2762,343	301,458	792,554	1618,499	1990,712	1554,63	2411,053	0	762,26
34629,91	248,519	12947,55	2986,801	6381,906	3445,474	7243,432	8575,388	9827,38	542,518	709,474
53941,95	476,106	21200,25	4075,503	14004,67	4501,083	11783,35	15132,74	18505,75	444,981	2928,026
45186,74	605,988	22430,53	4148,3	17796,86	5254,663	10628,91	17849,06	23051,52	1919,878	3282,583
59393,88	691,438	21889,32	3921,425	18317,86	7220,748	10654,31	20201,82	25538,6	1580,821	3755,962

Correlations (Spreadsheet1)											
Marked correlations are significant at $p < ,05000$											
N=38 (Casewise deletion of missing data)											
	рын ст-сть	ск	в	п	воа	оа	с	кир	вб	до	ко
рын ст-сть	1,00	0,89	0,87	0,88	0,84	0,90	0,84	0,91	0,89	0,40	0,81
ск	0,89	1,00	0,88	0,90	0,95	0,91	0,83	0,99	0,98	0,28	0,89
в	0,87	0,88	1,00	0,98	0,79	0,89	0,99	0,90	0,85	0,11	0,93
п	0,88	0,90	0,98	1,00	0,80	0,89	0,96	0,91	0,86	0,17	0,90
воа	0,84	0,95	0,79	0,80	1,00	0,79	0,73	0,95	0,99	0,18	0,82
оа	0,90	0,91	0,89	0,89	0,79	1,00	0,87	0,92	0,88	0,35	0,86
с	0,84	0,83	0,99	0,96	0,73	0,87	1,00	0,85	0,80	0,07	0,92
кир	0,91	0,99	0,90	0,91	0,95	0,92	0,85	1,00	0,99	0,29	0,89
вб	0,89	0,98	0,85	0,86	0,99	0,88	0,80	0,99	1,00	0,23	0,86
до	0,40	0,28	0,11	0,17	0,18	0,35	0,07	0,29	0,23	1,00	0,10
ко	0,81	0,89	0,93	0,90	0,82	0,86	0,92	0,89	0,86	0,10	1,00

Correlations (Spreadsheet2)							
Marked correlations are significant at $p < ,05000$							
N=38 (Casewise deletion of missing data)							
	РЫН СТ-СТЬ	П	воа	оа	кир	до	ко
РЫН СТ-СТЬ	1,00	0,88	0,84	0,90	0,91	0,40	0,81
П	0,88	1,00	0,80	0,89	0,91	0,17	0,90
воа	0,84	0,80	1,00	0,79	0,95	0,18	0,82
оа	0,90	0,89	0,79	1,00	0,92	0,35	0,86
кир	0,91	0,91	0,95	0,92	1,00	0,29	0,89
до	0,40	0,17	0,18	0,35	0,29	1,00	0,10
ко	0,81	0,90	0,82	0,86	0,89	0,10	1,00

Variables currently in the Equation; DV: рын ст-сть (Spreadsheet2)							
	Beta in	Partial Cor.	Semipart Cor.	Tolerance	R-square	t(31)	p-level
п	0,79117	0,574486	0,209280	0,069970	0,930030	3,90781	0,000472
воа	1,19756	0,488975	0,167146	0,019480	0,980520	3,12106	0,003882
оа	0,68837	0,471734	0,159526	0,053706	0,946294	2,97877	0,005581
кпр	-1,64142	-0,397942	-0,129339	0,006209	0,993791	-2,41511	0,021819
до	0,29476	0,567251	0,205382	0,485508	0,514492	3,83503	0,000577
ко	-0,03699	-0,046848	-0,013984	0,142959	0,857041	-0,26112	0,795724

Regression Summary for Dependent Variable: рын ст-сть (Spreadsheet3)						
R = ,94509936 R _{adj} = ,89321280 Adjusted R _{adj} = ,88026889						
F(4,33)=69,006 p<,00000 Std.Error of estimate: 5573,4						
	Beta	Std.Err. of Beta	B	Std.Err. of B	t(33)	p-level
Intercept			1079,578	1156,405	0,933564	0,357310
п	0,419070	0,143007	5,677	1,937	2,930407	0,006102
воа	0,281372	0,099096	0,903	0,318	2,839384	0,007680
оа	0,229141	0,148582	2,199	1,426	1,542184	0,132565
до	0,203243	0,064888	2,399	0,766	3,132208	0,003625

Динамика рыночной стоимости Буинского, Заинского и Нижегородского сахарных заводов до и после интеграции

