

**Министерство образования и науки Российской Федерации
Казанский федеральный университет
Институт управления, экономики и финансов**

М.Р. Зайнуллина

**УПРАВЛЕНИЕ СЛИЯНИЯМИ
И ПОГЛОЩЕНИЯМИ В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ**



**КАЗАНЬ
2015**

УДК 65.01(075.8)

ББК 65.29я73

317

*Печатается по рекомендации Ученого совета
Института управления, экономики и финансов
Казанского (Приволжского) федерального университета
(протокол № 1 от 25 февраля 2015 г.)*

Рецензенты:

доктор экономических наук, действительный член и вице-президент
Академии наук Республики Татарстан, профессор кафедры
общего менеджмента Института управления, экономики и финансов
Казанского (Приволжского) федерального университета **М.Р. Сафиуллин**;
доктор экономических наук, профессор кафедры муниципального менеджмен-
та, директор Института дополнительного профессионального образования
КГАСУ А.И. Романова

Зайнуллина М.Р.

317 Управление слияниями и поглощениями в корпоративном секторе:
учеб. пособие / М.Р. Зайнуллина. – Казань: Изд-во Казан. ун-та, 2015. – 140 с.

ISBN 978-5-00019-388-4

В учебном пособии приведен основной лекционный материал по дисциплине, представлены ситуации для обсуждения, задачи, контрольные вопросы, тематика курсовых работ, индивидуальные задания, примерные вопросы для экзамена, вопросы для самостоятельной работы.

УДК 65.01(075.8)

ББК 65.29я73

ISBN 978-5-00019-388-4

© Зайнуллина М.Р., 2015

© Издательство Казанского университета, 2015

СОДЕРЖАНИЕ

Содержание дисциплины.....	5
Введение.....	7
Тема 1. Содержание основных понятий слияний и поглощений.....	8
Вопросы для обсуждения.....	23
Практические задания.....	24
Контрольные вопросы.....	26
Задания для самостоятельной работы.....	26
Тема 2. Методы объединения при слияниях и поглощениях.....	27
Вопросы для изучения.....	46
Контрольные вопросы.....	46
Задания для самостоятельной работы.....	46
Тема 3. Оценка эффективности при слияниях и поглощениях.....	47
Вопросы для обсуждения.....	63
Практическое задание.....	63
Контрольные вопросы.....	66
Задания для самостоятельной работы.....	66
Тема 4. Методы защиты от поглощений.....	67
Вопросы для обсуждения.....	72
Контрольные вопросы.....	72
Задания для самостоятельной работы.....	72
Тема 5. Тенденции процесса слияний и поглощений в РФ и за рубежом.....	73
Вопросы для обсуждения.....	94
Контрольные вопросы.....	95
Задания для самостоятельной работы.....	95

Тема 6. Совершенствование процессов слияний и поглощений.....	97
Вопросы для обсуждения.....	118
Контрольные вопросы.....	118
Задания для самостоятельной работы.....	119
Глоссарий.....	120
Рекомендуемая литература для изучения дисциплины.....	124
Индивидуальные задания.....	127
Примерная тематика курсовых (работ).....	133
Примерный перечень вопросов к экзамену.....	134
Задания для семинарских и практических занятий.....	136

СОДЕЖАНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

Тема 1. Содержание основных понятий слияний и поглощений

Классификация мотивов слияний и поглощений предприятий. Стратегические цели объединения. Корпоративные цели слияния. Функциональные цели при слияниях. Содержание основных понятий слияний и поглощений предприятий. Классификация слияний и поглощений – горизонтальные, вертикальные, конгломерантные. Реструктуризация предприятия. Теории слияний. Синергетическая теория слияний. Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств. Теория гордыни. Дискуссионный вопрос: применимость классических теорий слияний и поглощений для анализа операций на рынке корпоративного контроля в конце 20 – начале 21 века, сравнительный анализ развитых рынков и России.

Тема 2. Методы объединения при слияниях и поглощениях

Механизмы объединения при слияниях. Способы объединения при поглощениях. Дружественное поглощение. Враждебное поглощение. Банкротство компании с последующим приобретением ее активов. Тендерное предложение. Выкупы долговым финансированием без участия выкупаемой корпорации. Выкупы долговым финансированием с участием менеджмента выкупаемой корпорации. Дискуссионный вопрос: проблемы применения зарубежных методов объединения при слияниях и поглощениях.

Тема 3. Оценка эффективности при слияниях и поглощениях

Общий обзор методов оценки объединений предприятий. Перспективная оценка при слияниях и поглощениях. Количественная оценка. Доходный метод оценки. Рыночный метод оценки. Затратный подход. Дискуссионный вопрос: достоверность количественной оценки при слияниях и поглощениях для отечественных предприятий. Качественная оценка. STEP – анализ. 5 конкурентных сил М. Портера. Матрица «Дженерал Электрик – МакКинси». Матрица БКГ. SWOT – анализ. Ретроспективная оценка. Бухгалтерский метод. Метод оценки рыночной стоимости корпорации. Метод оценки рентабельности. Оценка синергизма.

Тема 4. Методы защиты от поглощений

Методы защиты от враждебных поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения. Разделенный совет директоров. Контракты на управление. Использование различных схем участия работников в капитале компании. Защита реестра от несанкционированного доступа. Создание стратегической сети. Дискуссионный вопрос: адаптация методов защиты от поглощений для предприятий РФ. Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано. Конкуренция доверенностей. Реструктуризация активов. Реструктуризация обязательств. PR- защита.

Тема 5. Тенденции процесса слияний и поглощений в РФ и за рубежом

Исторические аспекты слияний и поглощений в США. Общие характерные черты объединения зарубежных предприятий. Тенденции развития процессов слияний и поглощений в РФ. Специфика объединения отечественных организаций. Понятие недобросовестных слияний. Дискуссионный вопрос: причины преобладания недобросовестных слияний. Формы враждебного поглощения в российской экономике. Особенности слияний и поглощений в РТ. Перспективы развития процессов слияний и поглощений.

Тема 6. Совершенствование процессов слияний и поглощений

Государственное регулирование процессов слияний и поглощений. Законодательство о слияниях и поглощениях. Недостатки современной законодательной базы. Стратегическое планирование слияний и поглощений. Планирование и поиск кандидатов на слияние, поглощение. Оценка кандидатов на покупку. Дискуссионный вопрос: выбор целесообразной формы объединения. Реализация объединения. Интеграция после слияния.

ВВЕДЕНИЕ

Развитый рынок характеризуется интенсивными процессами поглощения или слияния компаний. Свободное передвижение капитала предполагает наличие этого процесса, результатом которого является рост эффективности капитала. Все сделки по слиянию и поглощению проводятся только тогда, когда заинтересованные стороны видят для себя выгоду.

С точки зрения владельцев бизнеса (акционеров) выгода заключается в приросте капитализации вновь создаваемой компании по сравнению с капитализацией ее составляющих, такой прирост часто называют эффектом синергии. В науке под ним понимают согласованное, взаимно усиливающее действие двух или нескольких подсистем, увеличивающее упорядоченность (уменьшающее энтропию) системы в целом, в результате чего единая система производит больший эффект, нежели ее подсистемы в отдельности. Как правило, получая выигрыш в стоимости компании, обе стороны заинтересованы в успешности слияния.

В современной рыночной экономике неоднократно отмечались периоды высокой активности в сфере слияний и поглощений (mergers and acquisitions – M&A). Несколько последовательных волн M&A сыграли значительную роль в процессах реконфигурации организационной структуры фирм и их ключевых компетенций. Они облегчили перегруппировку активов фирм и, таким образом, повлияли на изменение облика отраслей и их общей результативности.

Данное учебное пособие содержит основные вопросы для усвоения тем дисциплины, лекционный материал по теме, краткие выводы, вопросы для обсуждения, ситуации для анализа, контрольные вопросы, задания для самостоятельной работы, индивидуальные задания для студентов, тематику рефератов, примерный перечень вопросов к экзамену, задания для семинарских и практических занятий, список литературы.

ТЕМА 1. СОДЕРЖАНИЕ ОСНОВНЫХ ПОНЯТИЙ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

1. Классификация мотивов слияний и поглощений предприятий.
2. Стратегические цели объединения.
3. Корпоративные цели слияния.
4. Функциональные цели при слияниях.
5. Классификация слияний и поглощений – горизонтальные, вертикальные, конгломерантные.

Классификация мотивов слияний и поглощений предприятий

Совокупность мотивов объединения необходимо разделить на три большие группы.

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

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.

Стратегические цели объединения

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

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.

1. Защитные цели компании выражаются в возможности ее роста за счет: приобретений в своем или другом секторе, приобретения дополняющих активов; усиления позиции на рынке через слияния; избавления от конкурентов – путем их покупки и захвата их доли рынка.

2. Инвестиционные цели. 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.

3. Информационные цели. 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.

4. Получение синергетического эффекта. Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, т. е. взаи-

модополняющее 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.

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

6. *Налоговые мотивы.* 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.

7. Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения. Зачастую проще купить действующее предприятие, чем создать новое. Это целесообразно тогда, когда рыночная оценка имущественного комплекса целевой компании (компании-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.).

Корпоративные цели слияния

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

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.

1. *Цели акционеров.* Отдельные акционеры 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.

2. *С конца 1980-х гг. широкую известность получила «теория гордыни»,* 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.

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.

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

Роль информации, сигнализирования и обеспечения ликвидности¹. 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.

Возрастающий интерес вызывает относительно новая теория корпоративных слияний – **теория агентских издержек свободных потоков денежных средств**². 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 чреваты 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 менеджменту ресурсной базы корпорации и, таким образом, снижают гибкость в управлении финансовыми ресурсами. Это создает определенные трудности и проблемы для ме-

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

² Рудык Н.Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2000.

неджмента 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 компаниям, имеет место подобие синергии и синергетического эффекта). В целом если придерживаться точки зрения целесооб-

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.

разности, то ликвидация должна иметь место тогда, когда экономические приобретения перевешивают экономические потери.

Функциональные цели при слияниях

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.

Цели на уровне функциональных областей предполагают взаимодействие 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

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.

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 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 финанси-

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.

рования 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 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 посред-

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

ством надежности снабжения сырьем в качественном и количественном отношении.

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 опы-

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

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

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

Классификация слияний и поглощений – горизонтальные, вертикальные, конгломерантные

Связанная интеграция включает вертикальную и горизонтальную интеграцию.

Вертикальная интеграция, или связанная вертикальная диверсификация, – это процесс приобретения или включения в состав предприятия новых производств, входящих в технологическую цепочку выпуска старого продукта на ступенях до или после производственного процесса.

Горизонтальная интеграция, или связанная горизонтальная диверсификация, – это объединение предприятий, работающих и конкурирующих в одной области деятельности. Главной целью горизонтальной интеграции является усиление позиций фирмы в отрасли путем поглощения определенных конкурентов или установления контроля над ними.

Несвязанная диверсификация или просто диверсификация – это охват таких направлений деятельности, которые не имеют прямой непосредственной связи с основной деятельностью предприятия. Считается, что диверсификация оправдана, если возможности для интеграции ограничены или вообще отсутствуют, либо позиции конкурентов очень сильны, либо потому, что рынок базовой продукции находится в стадии спада. Примером диверсификации может служить продающее бензин, предприятие, которое приобретает мебельную фабрику.

Обычно интегрирующей фирмой выступает либо крупное предприятие, имеющее много поставщиков, которых оно стремится объединить, или занимающее монопольное положение в переработке, либо предприятие, имеющее много потребителей. Часто основой объединения ряда предприятий становится банк или другой финансовый институт. Это связано с большой потребностью предприятий в оборотных средствах, в инвестиционных деньгах.

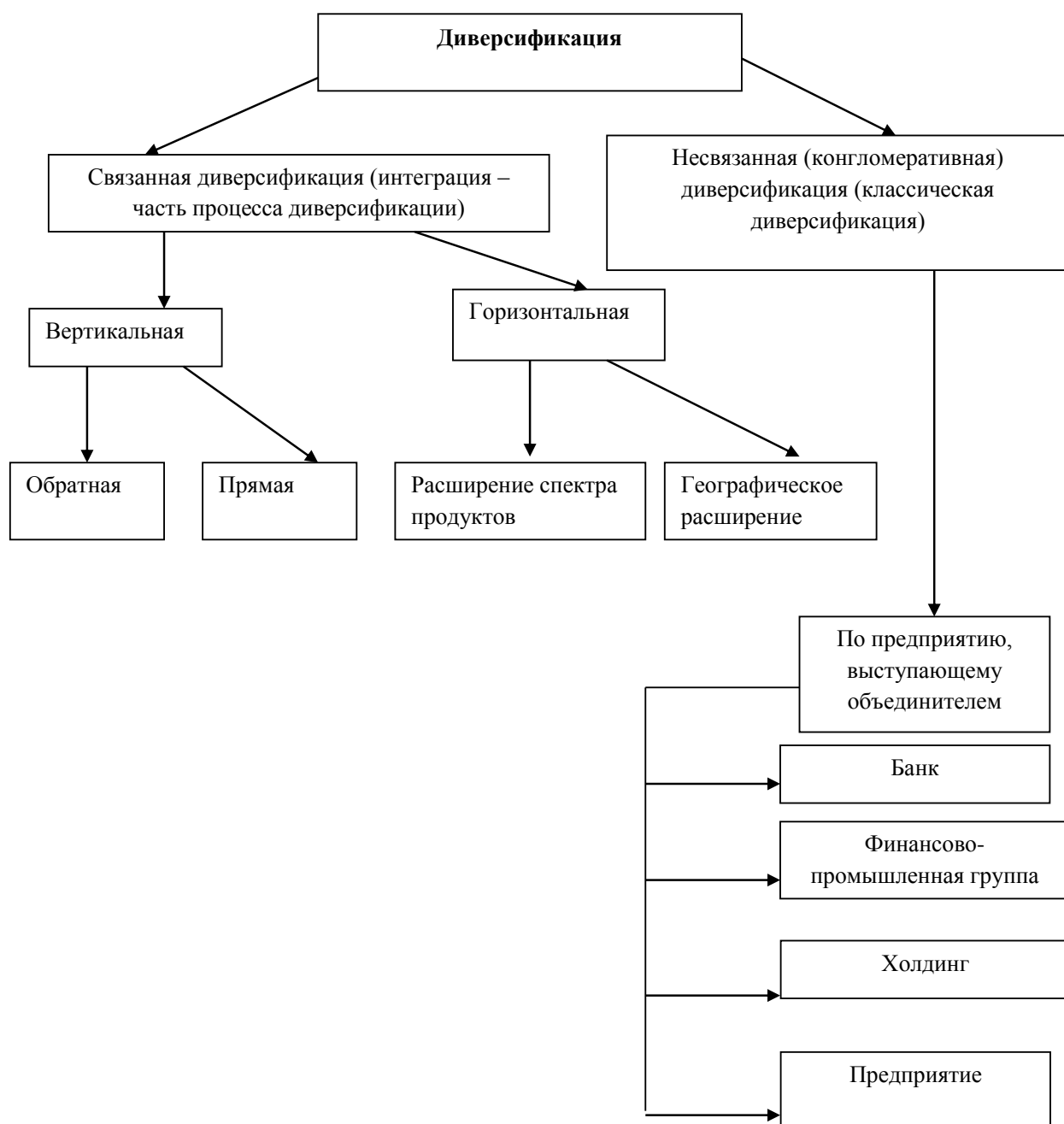


Рис. 1. Классификация слияний и поглощений

Выводы

Совокупность мотивов объединения необходимо разделить на три большие группы: стратегические цели предприятий, корпоративные цели, цели на уровне функциональных областей предприятия.

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

Стратегические цели отражают более глобальные цели предприятия: защитные цели, инвестиционные цели, информационные цели, получение синергетических выгод, повышение качества управления, налоговые мотивы, разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения.

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

Корпоративные цели удовлетворяются посредством компромисса между собственниками и менеджерами: цели акционеров; «теория гордыни», реструктуризация и перераспределение ресурсов; роль информации, теория агентских издержек свободных потоков денежных средств, традиционные мотивы продавцов, разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью.

Функциональные цели при слияниях. 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.

Цели на уровне функциональных областей предполагают взаимодополнения ресурсов: возможности операционной синергии, цели материально-технического снабжения, цели в производственной сфере, цели в области финансирования, цели в области сбыта.

Классификация слияний и поглощений – горизонтальные, вертикальные, конгломерантные.

Вопросы для обсуждения

1. Классификация мотивов слияний и поглощений предприятий.
2. Классификация слияний и поглощений – горизонтальные, вертикальные, конгломерантные.
3. Теории слияний.

4. Применимость классических теорий слияний и поглощений для анализа операций на рынке корпоративного контроля в конце 20 – начале 21 века, сравнительный анализ развитых рынков и России.

Практическое задание

Кейс Слияние Daimler-Benz AG и Chrysler Corporation

У Daimler-Benz AG (DB) были все основания служить символом немецкого качества и инженерной мысли. Роскошные машины этой компании считались самыми совершенными и служили примером использования новейших достижений в системах безопасности, электронике, комфорте и дизайне. Машины DB продавались в 200 странах мира, а Mercedes был мощным брэндом мирового уровня.

Но начало 1990-х годов принесло Daimler-Benz ряд неудач. Ее амбициозный процесс диверсификации с учетом новых технологий не дал ожидаемого синергетического эффекта. Европейское подразделение грузовых автомобилей несло серьезные убытки. К тому же компания испытывала мощное давление со стороны японских конкурентов, которые предлагали столь же роскошные автомобили, как и DB, с тем же качеством и технологиями, но по гораздо более низким ценам.

DB начала коренную перестройку, особенно после того, как в начале 1995 года главой компании стал Юрген Шремп. В ходе операции под образным названием «прекращение кровопотери» компания реструктуризировала, закрыла либо продала все неприбыльные подразделения – радикальный американский подход, какого в Германии никогда прежде не видывали.

Как только реструктуризация начала приносить плоды, г-н Шремп задумался о будущем Daimler-Benz и всей автомобильной отрасли. Он ясно видел, что в ней происходит, и не мог не заметить некоторых особенностей. За исключением компаний, обслуживающих четко обозначенные ниши (например, BMW, Porsche, Volvo), не осталось независимых марок класса «люкс». Большинство марок перешло в руки крупных глобальных компаний. С середины 1980-х количество брэндов, конкурирующих на рынке машин класса «люкс», возросло с 9 до 19.

Хотя в конце 1990-х годов дела Chrysler шли прекрасно, глава компании Боб Итон не раз задумывался о будущем. Спад в экономике США ударит по компании сильнее, чем по более крупным собратям из «Большой Тройки» или японским конкурентам. Усиливается конкуренция на таких сегментах рынка, как мини-фургоны и большие спортивные машины, где Chrysler традиционно считалась лидером.

Учитывая эти факты, Ю. Шремп в январе 1998 года обратился к Б. Итону с предложением обсудить возможность слияния двух компаний. Учитывая сложившиеся обстоятельства, Б. Итон с готовностью откликнулся на это предложение. 7 мая 1998 года последовало официальное объявление о слиянии Daimler-Benz AG и Chrysler Corporation.

Предполагалось, что это слияние будет чрезвычайно плодотворным. Ожидалось, что фаза интеграции продлится три года. Высказывалось мнение, что принцип «слияния равных» позволит реализовать «все лучшее двух миров», т. е. объединение сильных сторон и самых удачных находок обеих компаний создаст новую организацию, которая намного опередит конкурентов. Менеджмент пересмотрел все процессы, выбирая оптимальные решения. И действительно, поначалу капитализация объединенных компаний повысилась, но потом начались проблемы: снижение продаж, прибыли, капитализации, увольнение рабочих, закрытие заводов. Обе компании в результате неудачного слияния понесли убытки, исчисляемые десятки миллиардов долларов, а еще больше составила упущенная выгода. Поэтому в 2007 году состоялось разделение компаний: 80,1 % акций Chrysler было выкуплено американским хедж-фондом Cerberus Capital Management за \$ 7,4 млрд., причем большая часть этих средств будут вложены в Chrysler в качестве инвестиций, у Daimler осталось 19,9 % ценных бумаг концерна.

Анализ причин неудачи Слияния Daimler-Chrysler:

1. Это изначально было слияние неравных партнеров: распределение акций между компаниями Daimler-Benz и Chrysler осуществлялось в соотношении 58:42.

2. Решения изначально принимались в пользу германской компании в ущерб американской: регистрации Daimler-Chrysler в Германии.

3. Mercedes-Benz работала только в высших сегментах рынка, а бренды Chrysler ориентировались на средний сегмент рынка и были сильнее на таких сегментах, как мини-фургоны, большие спортивные автомобили и пикапы.

Вопросы и задания к кейсу:

1. Определите тип слияния компаний.
2. Какие цели ставились перед слиянием?
3. Почему не удалось слияние?
4. Какие рекомендации по совершенствованию данного слияния можно предложить?

Контрольные вопросы

1. Какие классификации мотивов слияний и поглощений существуют?
2. Почему необходимо изучать мотивы слияний и поглощений компаний?
3. Какие основные стратегические цели слияния?
4. Почему меняется характер работы в области маркетинга, финансового менеджмента, управления персоналом, НИОКР, бухгалтерского учета при слияниях и поглощениях?
5. В чем сущность теории гордыни?

Задания для самостоятельной работы

1. Охарактеризуйте стратегические возможности при слияниях и поглощениях.
2. Систематизируйте функциональные цели объединения.
3. Перечислите корпоративные цели слияний и поглощений.
4. Сравните категории «слияния» и «поглощения».
5. Опишите применимость теорий слияний и поглощений к отечественной практике.
6. Аргументируйте процессы слияния и поглощения по теории агентских издержек свободных потоков денежных средств.

ТЕМА 2. МЕТОДЫ ОБЪЕДИНЕНИЯ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ

1. Содержание основных понятий слияний и поглощений.
2. Механизмы объединения при слияниях. Способы объединения при поглощениях.

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.

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 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».

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

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. 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) погло-

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.

щающей 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*).

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 корпора-

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

ции-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 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 компани-

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

ями 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. Хмыгз, 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 г.), 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 (Влалимирова, 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 одно-

значного 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 1998 г.). 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 по-

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

явление 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 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 процесса [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 ссылаться 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.

Механизмы объединения при слияниях.

Способы объединения при поглощениях

У предприятия есть возможность выбрать метод объединения. Однако какой бы способ ни был избран, все процессы могут происходить в виде покупки активов либо в виде покупки акций. Анализ этих процессов мы приведем ниже.

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.

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 экономит 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 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 обра-

зом, 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.



Рис. 2. Методы слияний и поглощений

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 расплывлено 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.

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 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 компа-

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

нии, 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.

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 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 ситуа-

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>.

цию, 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.

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. 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, кото-

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.

рая 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 горизонтальной интеграции предприятий.

Выводы

Понятие слияний и поглощений неоднозначно определено в литературе. На наш взгляд для использования терминов слияния и поглощения в профессиональной деятельности менеджера необходимо ссылаться на ФЗ об АО. Для научной терминологии лучше придерживаться следующего подхода: слияния – добровольное объедине-

ние. Поглощение – приобретение одной компании другой и взятие ее под свой контроль. Методы слияний и поглощений делятся на три классических способа: слияние, поглощение (дружественное или враждебное), выкупы долговым финансированием. Все методы слияний и поглощений могут проводиться в форме покупки акций или покупки активов.

Вопросы для изучения

1. Механизмы объединения при слияниях.
2. Способы объединения при поглощениях.
3. Дружественное поглощение.
4. Враждебное поглощение.
5. Выкупы долговым финансированием.

Контрольные вопросы

1. Чем обусловлено многообразие механизмов объединения?
2. Какие механизмы чаще встречаются в практике деятельности российских компаний?
3. Чем дружеские поглощения отличаются от враждебных?
4. Почему возникла необходимость выкупа долговым финансированием с участием менеджмента корпорации?

Задания для самостоятельной работы

1. Опишите достоинства и недостатки слияния, поглощения, выкупа долговым финансированием.
2. Проанализируйте возможность выкупа долговым финансированием в практике российских компаний.
3. Охарактеризуйте использование банкротства как механизма объединения в отечественной практике.
4. Опишите недостатки тендерного предложения.
5. Обоснуйте преимущества и недостатки выкупа долговым финансированием без участия корпорации.

ТЕМА 3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ

1. Общий обзор методов оценки объединений предприятий.
2. Перспективная и ретроспективная оценка при слияниях и поглощениях.
3. Количественная оценка и качественная оценка.
4. Ретроспективная оценка.

Общий обзор методов оценки объединений предприятий



Рис. 3. Методы оценки 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 неогра-

ниченного 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.

Перспективная и ретроспективная оценка при слияниях и поглощениях

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.

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,

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

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.

Количественная оценка и качественная оценка

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

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

«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 учитываемые 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.

Доходный метод оценки

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

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.

дится 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);

4. Прибыль до налогообложения и выплаты процентов (ЕВІТ) – 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 (3.1). 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:

$$\text{ОДП} = \text{ПДНП} * (1 - \text{СНП}) + \text{Амортизация} - \text{КВ} - \Delta \text{ТА} + \Delta \text{ТО} - \Delta \text{Па}, \quad (3.1.)$$

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

Стоимость компании рассчитывается по формуле (3.2) 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:

$$\text{Стоимость} = \sum_{i=1}^n \text{ОДП} / (1 + \text{ССК})^i - \text{Долг}, \quad (3.2)$$

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 (3.3):

$$\text{СДП} = \text{ЧП} + \text{Амортизация} - \text{КВ} - \Delta \text{ТА} + \Delta \text{ТО} - \text{ВЗС} + \text{УЗС}, \quad (3.3)$$

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

Стоимость компании рассчитывается по формуле (3.4) 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.

$$\text{Стоимость} = \sum_{i=1}^n \text{СДП} / (1 + \text{САК})^i, \quad (3.4)$$

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. Второй 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.

Качественная оценка

Качественные методы оценки¹, такие как STEP-анализ, 5 конкурентных сил Портера; матрица «Дженерал Электрик-Мак Кинси»;

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

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; 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 оценка

Ретроспективная оценка. 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 подход¹ 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 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

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

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 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

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

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 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 синергии².

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 до-

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

² Ткачев А.Н. Интеграция систем агропромышленного комплекса / А.Н. Ткачев, В.И. Лойко // <http://www.ej.kubagro.ru>.

хода) (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:

$$E = D / P. \quad (3.5)$$

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:

$$E_a = (a \sum_{i=1}^n D_i) / (\sum_{i=1}^n P_i), \quad (3.6)$$

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:

$$C_n = (D(PN)_n + D(PA)_n + (EE)_n) - (D_{in} + DT_n + I_0), \quad (3.7)$$

где n – расчетный период времени;

C_n – эффект после слияния;

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

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

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

D_{in} – 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.

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>.

Рассчитать синергию можно используя стандартную формулу дисконтирования денежных потоков:

$$\text{Синергия} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t}, \quad (3.8)$$

где ΔCF_t – разница к моменту t между денежными потоками консолидированной фирмы и суммы денежных потоков каждой компании отдельно; r – коэффициент дисконтирования (планируемая норма рентабельности на собственный капитал поглощаемой компании).

Приращение денежных потоков равно следующему выражению:

$$\Delta CF_t = \Delta R_t - \Delta C_t - \Delta T_t - \Delta I_t, \quad (3.9)$$

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.

Выводы

Методы оценки эффективности слияний и поглощений делятся на два направления: перспективная и ретроспективная. Ретроспективная оценка: бухгалтерский метод, изменение рыночной стоимости корпорации до и после интеграции, комбинированный подход, метод суммирования рентабельностей предприятий, скорректированный на коэффициент синергии; оценка синергизма. Перспективная оценка делится на качественную и количественную. В свою очередь количе-

ственная оценка подразделяется на: доходный подход, рыночный подход, затратный подход. Качественная оценка включает в себя: STEP – анализ, пять конкурентных сил Портера, матрица «Мак Кинси», БКГ, SWOT – анализ.

Вопросы для обсуждения

1. Общий обзор методов оценки объединений предприятий.
2. Доходный метод оценки при слияниях и поглощениях.
3. Рыночный метод оценки слияний и поглощений.
4. Затратный подход оценки при слияниях и поглощениях.
5. Качественная оценка слияний и поглощений.
6. Метод оценки рыночной стоимости корпорации.
7. Оценка синергии объединенных предприятий.

Практическое задание

Кейс Компания «Гражданские самолеты Сухого»

Компания «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС), входящая в состав холдинга «Сухой», была образована в 2000 г. Основными направлениями деятельности ГСС являются разработка и производство самолетов гражданского назначения, а также их маркетинг, продажи и послепродажное обслуживание. В настоящее время основным проектом компании является Программа по созданию семейства российских региональных самолетов Sukhoi Superjet 100. Семейство состоит из двух самолетов пассажироместимостью 75 и 95.

Рынок региональных самолетов вместимостью 60–120 кресел (в одноклассной конфигурации) на сегодняшний день представлен продуктовой линейкой следующих производителей: Embraer (Бразилия), Bombardier Aerospace (Канада), Антонов (Украина). Существует также определенный рынок подержанных самолетов, производившихся в прошлом компаниями BAe и Fokker, не предлагающими сегодня новых продуктов. В незначительных объемах верхний по вместимости сегмент рынка представляют производители – лидеры на магистральном рынке – компании Boeing и Airbus с младшими членами семейств B737 и A320. В 2009 году авиаперевозчики начнут

эксплуатацию самолетов семейства Sukhoi Superjet 100. В сегменте региональных перевозок ожидается так же появление новой техники компании AVIC 1 (Китай) – семейства ARJ 21 (предполагаемое начало эксплуатации – 2009 г.), а в 2012 году – семейства Mitsubishi Regional Jet компании Mitsubishi Heavy Industries (Япония).

Как мы видим, на рынке самолетов вместимостью от 60 до 120 кресел рыночная среда очень конкурентна. В этой связи компания ЗАО «ГСС», которая только выходит на рынок со своим первым проектом – семейством самолетов Sukhoi Superjet 100, может занять заметную долю на мировом рынке в данном сегменте. Высокий уровень участия в бизнесе иностранных партнеров, лидеров среди поставщиков Европы и США характеризуют ЗАО «ГСС» как серьезного игрока на мировом авиационном рынке. Поддержка западных партнеров по программе не только поднимает ее статус, но и усиливает положение компании ЗАО «ГСС» в отрасли. Подтверждением этого служит интерес, проявляемый со стороны как российских, так и европейских авиакомпаний, которые выбирают Sukhoi Superjet 100 для оптимизации собственного флота и удовлетворения потребностей в современной технике, способной повысить эффективность их деятельности. Успешный выход самолетов семейства Sukhoi Superjet 100 на мировой рынок является необходимым условием для завоевания ЗАО «ГСС» серьезных позиций в отрасли. Этому должна способствовать реализация заявленных конкурентных преимуществ самолета Sukhoi Superjet 100. Стратегическое партнерство ЗАО «ГСС» с компанией Alenia Aeronautica должно позитивно отразиться на продвижении программы Sukhoi Superjet 100.

Самолеты семейства Sukhoi Superjet 100 создаются в условиях беспрецедентно тесного международного сотрудничества. Партнером ГСС является итальянская компания Alenia Aeronautica, партнером с разделением рисков – компания Snecma. Консультант Проекта – лидер мирового самолетостроения – Боинг Коммерческие Самолеты. Всего в Программе по созданию нового семейства самолетов Sukhoi Superjet 100 принимают участие более 30 ведущих компаний-поставщиков систем и комплектующих.

Участники программы Superjet 100

Компания	Вклад в программу
Alenia Aeronautica (стратегический партнёр)	
Boeing (консультант)	Консультирование в таких областях, как менеджмент проекта, маркетинговое планирование, сертификация и поддержка потребителей
PowerJet	Разработка и производство двигателя SaM 146 (совместное предприятие НПО «Сатурн» и Snecma)
Thales	Поставка авионики
Liebherr	Системы управления и жизнеобеспечения
Messier-Dowty	Шасси
Intertechnique (Zodiac)	Топливная система
B/E Aerospace	Кислородная система, интерьер, двери
Autronics (Curtiss Wright)	Противопожарная система
Honeywell	Вспомогательная силовая установка
IPECO	Кресла экипажа
Parker	Гидравлическая система
Hamilton Sundstrand	Система электроснабжения
Vibro-Meter	Датчики вибрации двигателя
Goodrich	Колеса, тормозная система
Sully	Остекление фюзеляжа и кабины пилотов

Пример стратегического альянса по производству семейства самолетов Sukhoi Superjet 100 показывает, как различные компании могут работать над одним общим проектом, объединяя и координируя свои усилия. Эта кооперация осуществляется компаниями на добровольной основе и позволяет участникам повысить свою конкурентоспособность, увеличить прибыль. Этот проект, как уже упоминалось выше, не мог быть реализован силами только одной компании в силу множества причин, и создание стратегического альянса между партнерами было, практически, единственной альтернативой.

Вопросы и задания к кейсу:

1. Определите специфику данного слияния.
2. Построить SWOT-анализ для ГСС при использовании стратегического партнерства.
3. Обосновать необходимость партнерства в самолетостроении.
4. Есть ли смысл глобального объединения компаний в других отраслях?

Контрольные вопросы

1. Какие альтернативные методы оценки слияний и поглощений существуют?
2. Почему результаты доходного, рыночного и затратного метода не соизмеримы?
3. Есть ли смысл оценивать организацию разными методами?
4. Почему необходима качественная оценка при слияниях и поглощениях?
5. В чем смысл ретроспективной оценки?

Задания для самостоятельной работы

1. Охарактеризуйте проблемы оценки при слияниях и поглощениях.
2. Опишите достоинства и недостатки перспективной оценки.
3. Перечислите плюсы и минусы ретроспективной оценки.
4. Аргументируйте условия применения количественной оценки.
5. Определите возможности использования качественной оценки.

ТЕМА 4. МЕТОДЫ ЗАЩИТЫ ОТ ПОГЛОЩЕНИЙ

1. Методы защиты от враждебных поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения.

2. Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано.

Методы защиты от враждебных поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения

Мировая практика показывает¹, что в большинстве случаев слияния и поглощения проводятся по взаимному согласию высшего управленческого персонала обеих компаний. Однако нередка и практика враждебных слияний и поглощений, когда руководящий состав компании-мишени не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мер. В этом случае организация, которая хотела бы приобрести заинтересовавшую ее компанию, обращается непосредственно к ее акционерам в обход руководящего состава.

Мировой опыт защиты от враждебных поглощений

В мировой практике известна целая система противозахватных мер, которые применяют как менеджеры, так и акционеры в целях противостояния нежелательным сделкам. По своей природе все противозахватные мероприятия делятся на экономические и правовые. Возможна также их комбинация, когда экономическая мера усиливается правовой (и наоборот).

Основные виды защиты от нежелательного поглощения, по общему правилу, делятся на те, которые эффективны:

1. до публичного объявления о намерении поглотить компанию-мишень;
2. после подобного объявления.

¹ Заикин Валерий – Юрист компании Ernst & Young Law, Калашников Георгий – Юрист компании «EY Law» Механизмы защиты компаний // Управление компанией» № 7, 2004.

Защита компании до публичного объявления о ее поглощении

Среди средств защиты компании от поглощения до публичного объявления о сделке можно выделить следующие меры, наиболее часто используемые на мировом рынке слияний и поглощений:

1. внесение изменений в устав компании (противоакульи поправки к уставу – shark repellents). Среди таких изменений выделяют следующие:

- ротация совета директоров: совет делится на несколько частей, при этом каждый год избирается только одна часть;

- сверхбольшинство: утверждение сделки слияния сверхбольшинством акционеров;

- справедливая цена: ограничивает слияния акционерами, владеющими более чем определенной долей акций в обращении, если не платится справедливая цена (определяемая формулой или соответствующей процедурой оценки);

2. изменение места регистрации компании. Учитывая разницу в законодательстве отдельных регионов, выбирается то место для регистрации, где можно проще провести противозахватные поправки к уставу и облегчить себе судебную защиту;

3. ядовитая пилюля (poison pill). Подобные меры применяются компанией в целях уменьшения своей привлекательности для потенциального захватчика. Например, существующие акционеры наделяются правами, которые в случае покупки значительной доли акций захватчиком могут быть использованы для приобретения обыкновенных акций компании по низкой цене – обычно за половину рыночной цены;

4. выпуск акций с более высокими правами голоса. Распространение обыкновенных акций нового класса с более высокими правами голоса позволяет менеджерам компании-мишени получить большинство голосов без владения большей долей акций;

5. выкуп с использованием заемных средств – покупка компании или ее подразделения группой частных инвесторов с привлечением высокой доли заемных средств. Акции компании, которую выкупают таким способом, больше не продаются свободно на фондовом рынке.

Если при выкупе компании группу инвесторов возглавляют ее менеджеры, такую сделку называют выкупом компании менеджерами.

Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано

Среди средств защиты компании от поглощения после публичного объявления о сделке отметим следующие:

1. защита Пэкмена (Pac-Man defense) – контрнападение на акции захватчика;

2. судебная тяжба. Возбуждается судебное разбирательство против захватчика за нарушение антимонопольного законодательства или законодательства о ценных бумагах;

3. слияние с белым рыцарем (white knight). В качестве варианта защиты от поглощения можно использовать вариант объединения с дружественной компанией, которую обычно называют белым рыцарем.

4. зеленая броня (greenmail). Некоторые компании делают группе инвесторов, угрожающей им захватом, предложение об обратном выкупе с премией, т. е. предложение о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную (а также, как правило, цену, которую уплатила за эти акции данная группа);

5. заключение контрактов на управление. Компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление, в которых предусматривается высокое вознаграждение за работу руководства. Это служит эффективным средством увеличения цены поглощаемой компании, так как стоимость золотых парашютов (golden parachutes) в этом случае существенно возрастает;

6. реструктуризация активов – покупка активов, которые не понравятся захватчику или создадут антимонопольные проблемы;

7. реструктуризация обязательств – выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров, выкуп акций с премией у существующих акционеров.

Российская практика защиты от враждебных поглощений

Российская практика корпоративных слияний и поглощений формировалась на фоне неразвитой правовой базы в области корпоративного права и отсутствия исторически сложившихся, эволюционных экономических отношений, что и сделало враждебные поглощения наиболее эффективным методом корпоративной стратегии в России. По сути, методы враждебных поглощений и соответствующие меры защиты, применяемые в России на начальном этапе становления государственности, претерпели определенные изменения только благодаря развитию корпоративного законодательства. Исключительно в связи с этим процессом некоторые средства, применяемые для защиты от враждебных поглощений, уже не могут быть столь же эффективными, как на заре становления корпоративного рынка России. В результате новых законодательных изменений средства защиты от враждебных поглощений, применяемые в России, перестали носить исключительно административный характер и приближаются к средствам защиты, широко используемым во всем мире.

Ниже мы рассмотрим наиболее распространенные в России экономические и правовые методы сопротивления потенциальному захватчику, которые используются руководством (акционерами) компании-мишени:

1. покупка акций компаниями, принадлежащими руководству, или выкуп компанией собственных акций, в том числе с последующей их продажей работникам и администрации (принадлежащих ей компаний) для увеличения доли инсайдеров в ущерб внешним акционерам. Такая стратегия получила широкое распространение в России во второй половине 1990-х гг. – примером могут служить действия менеджмента некоторых металлургических предприятий;

2. контроль за реестром акционеров, а также ограничение доступа к реестру акционеров или манипуляции им. Данный метод эффективен при комплексных мерах защиты: его использование без каких-либо дополнительных средств не может предотвратить поглощение. Пример такой комплексной тактики – действия одного из региональных фармацевтических предприятий. В конце 1990-х гг. компания подверглась

атаке со стороны московского фармацевтического холдинга, который намеревался купить на вторичном рынке контрольный пакет акций, но благодаря комплексным мероприятиям, в число которых входил жесткий контроль реестра акционеров, поглощение не состоялось;

3. изменение размера уставного капитала компании, в частности целенаправленное уменьшение (разводнение) доли конкретных чужих акционеров путем размещения акций новых эмиссий на льготных условиях среди администрации и работников, а также дружественных внешних и псевдовнешних акционеров. Данный метод применялся практически всеми крупными компаниями в нефтегазовой отрасли, в первую очередь с целью консолидации, создания максимально управляемой корпоративной структуры. Таким образом, уменьшается риск поглощения за счет слаженных действий всех структурных подразделений компании;

4. привлечение местных властей для введения административных ограничений деятельности чужих посредников и компаний, скупающих акции работников. Один из примеров – отказ одной из региональных администраций продавать пакет акций бюджетобразующего предприятия, которое было объектом атаки финансового холдинга и крупного металлургического комбината;

5. судебные иски о признании недействительными определенных сделок с акциями, поддерживаемые местными властями. Яркий пример подобной тактики – корпоративная война, развернувшаяся за крупнейшие лесопромышленные объекты России.

Выводы

Среди средств защиты компании от поглощения до публичного объявления о сделке можно выделить следующие меры, наиболее часто используемые на мировом рынке слияний и поглощений: внесение изменений в устав компании (среди таких изменений выделяют следующие: ротация совета директоров; сверхбольшинство; справедливая цена), изменение места регистрации компании, ядовитая пилюля выпуск акций с более высокими правами голоса, выкуп с использованием заемных средств. Среди средств защиты компании от по-

глощения после публичного объявления о сделке отметим следующие: защита Пэкмена; судебная тяжба; слияние с белым рыцарем; зеленая броня; заключение контрактов на управление; реструктуризация активов; реструктуризация обязательств.

Вопросы для обсуждения

1. Методы защиты от враждебных поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения.
2. Разделенный совет директоров.
3. Контракты на управление.
4. Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано.
5. Реструктуризация активов.
6. Реструктуризация обязательств.

Контрольные вопросы

1. В чем различие зарубежных методов защиты от поглощения от отечественных?
2. Какими способами предприятие может обеспечить себе безопасность от поглощений?
3. Возможно ли защитить компанию от поглощения после того, как тендерное предложение было сделано?
4. Что такое PR-защита?

Задания для самостоятельной работы

1. Проведите сравнительный анализ методов защиты от поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения.
2. Приведите пример защиты от поглощения, после того как тендерное предложение уже было сделано.
3. Опишите механизм враждебного поглощения российской компании.
4. Охарактеризуйте способы совершенствования методов защиты от поглощений.

ТЕМА 5. ТЕНДЕНЦИИ ПРОЦЕССА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В РФ И ЗА РУБЕЖОМ

1. Исторические аспекты слияний и поглощений в США.
2. Общие характерные черты объединения зарубежных предприятий.
3. Тенденции развития процессов слияний и поглощений в РФ.

Исторические аспекты слияний и поглощений в США

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. Основными участниками этой волны были корпорации, принадлежавшие к тяжелой промышленности.

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 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.

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 фи-

нансирования 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.

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 физиче-

ских 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.

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>.

Общие характерные черты объединения зарубежных предприятий

Зарубежная практика при интеграции в основном преследует стратегические и корпоративные цели.

Данные цели¹ 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 (анти-трестовской) 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

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.

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 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.

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.

Антимонопольное¹ 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.

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

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

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 доста-

точно 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.

Опыт зарубежных стран можно использовать и в отечественной практике слияний и поглощений. Следующим этапом будет изучение специфики формирования процессов слияний и поглощений в Российской Федерации.

Тенденции развития процессов слияний и поглощений в РФ

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 пред-

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.

приятными 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.

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 ор-

ганизаций, 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 1997 г. – 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 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.

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.

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.

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.

Собственники предприятий, пережившие несколько попыток недружественного поглощения, стали более опытными и искушенными в вопросах организации корпоративной защиты. Кроме того, если раньше многие 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 России с 1990 по 2002 годы¹.

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.

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.

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.

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

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>.

в отечественной практике в силу адаптации к бухгалтерскому учету и показателям эффективности в отечественной промышленности.

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);

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.

- 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»;
- 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 отличаются от зарубежных методами и условиями образования и регулированием антимонопольного законодательства.

Вопросы для обсуждения

1. Исторические аспекты слияний и поглощений в США.
2. Тенденции развития процессов слияний и поглощений в РФ.
3. Причины преобладания недобросовестных слияний.
4. Формы враждебного поглощения в российской экономике.
5. Особенности слияний и поглощений в РТ.
6. Перспективы развития процессов слияний и поглощений.

Контрольные вопросы

1. Какой тип слияний характерен для РФ? С чем это связано?
2. К какому типу оценки чаще всего прибегают российские аналитики при планировании слияний и поглощений?
3. Каким способом можно использовать положительный опыт слияний и поглощений зарубежных предприятий?
4. В чем несостоятельность фондового рынка США и Европы и как следствие сделок слияния и поглощения?
5. Возможна ли адаптация методов слияния и поглощения зарубежных компаний в практике российских предприятий?

Задания для самостоятельной работы

1. Аргументируйте причины преобладания недобросовестных слияний в РФ.
2. Сравните тенденции слияний и поглощений в США и РФ.
3. Приведите пример российской сделки слияния.
4. Опишите исторические аспекты сделок слияний и поглощений в РФ.

Выводы

Можно выделить пять наиболее выраженных волн в развитии слияний и поглощений в США, каждая из которых имеет свои особенности:

1. Волна слияний в 1897–1904 гг.; – горизонтальные слияния; участники – тяжелая промышленность.
2. Слияния компаний в 1916–1929 гг. – вертикальные и горизонтальные слияния. Участвует тяжелая промышленность, но и пищевая, химическая и угледобывающая отрасли, финансовые институты.
3. Волна конгломератных слияний в 1965–1970 гг. – конгломератные слияния; горизонтальное и вертикальные слияния сократились в следствие жесткого антимонопольного законодательства; участвуют все отрасли.

4. Волна слияний в 80-х гг. – горизонтальные, вертикальные слияния, проводимые между крупными корпорациями. Жесткие поглощения. Выкупы долговым финансированием. Участвуют все отрасли, от нефтегазовой до пищевой и от аэрокосмической до банковской.

5. Слияния во второй половине 90-х гг. – горизонтальная интеграция. Характерно объединение транснациональных корпораций. Огромный размах получили слияния и поглощения в финансовой сфере. Глобальные мегасделки, единый рынок Европы. Участвуют все отрасли. Ослабление жестких поглощений.

Специфика Слияний и поглощений в РФ:

1. до 1991 года – объединения, комбинаты, комплексы. Способ объединения – планово-административные методы.

2. 1991–1995 гг. – вертикальные структуры. Участники – коммерческие фирмы и приватизированные и неprivатизированные государственные предприятия.

3. 1995–1998 – упорядочивание холдингов.

4. 1998–2005 – усиление роли государства, юридическое оформление сделок, влияние глобализации.

5. 2005–2008 – снижение доли недружественных поглощений.

6. 2008 и по сей день – кризис снизил активность сделок по слиянию и поглощению. Хотя экономическая ситуация в России оставалась сложной в течение 2009 г., в 2010 г. рынок демонстрирует признаки восстановления и его перспективы на 2011 г. достаточно позитивны.

7. 2012–2013 гг. – высокая активность сделок слияний и поглощений в России.

8. 2014 г. и прогноз 2015 г. – снижение показателей по сделкам слияний и поглощений из-за негативных внешних факторов экономической среды.

ТЕМА 6. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПРОЦЕССОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

1. Государственное регулирование процессов слияний и поглощений.
2. Стратегическое планирование слияний и поглощений.
3. Планирование и поиск кандидатов на слияние, поглощение.

Государственное регулирование процессов слияний и поглощений

– Соответствие слияний и поглощений промышленной политике и общей стратегии реорганизации отношений в рамках соответствующих секторов и отраслей.

– Поддержание активного функционирования конкурентных механизмов в экономике.

– Обеспечение прозрачности операций, осуществляемых на рынке корпоративного контроля.

– Защита прав акционеров, в том числе миноритарных акционеров.

– Регулирование социальных конфликтов, порождаемых слияниями и поглощениями.

Стратегическое планирование слияний и поглощений.

Схема принятия решения по интеграции представлена на рис. 4¹. 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 использо-

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. Семенкова. – 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.

вание 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.

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».

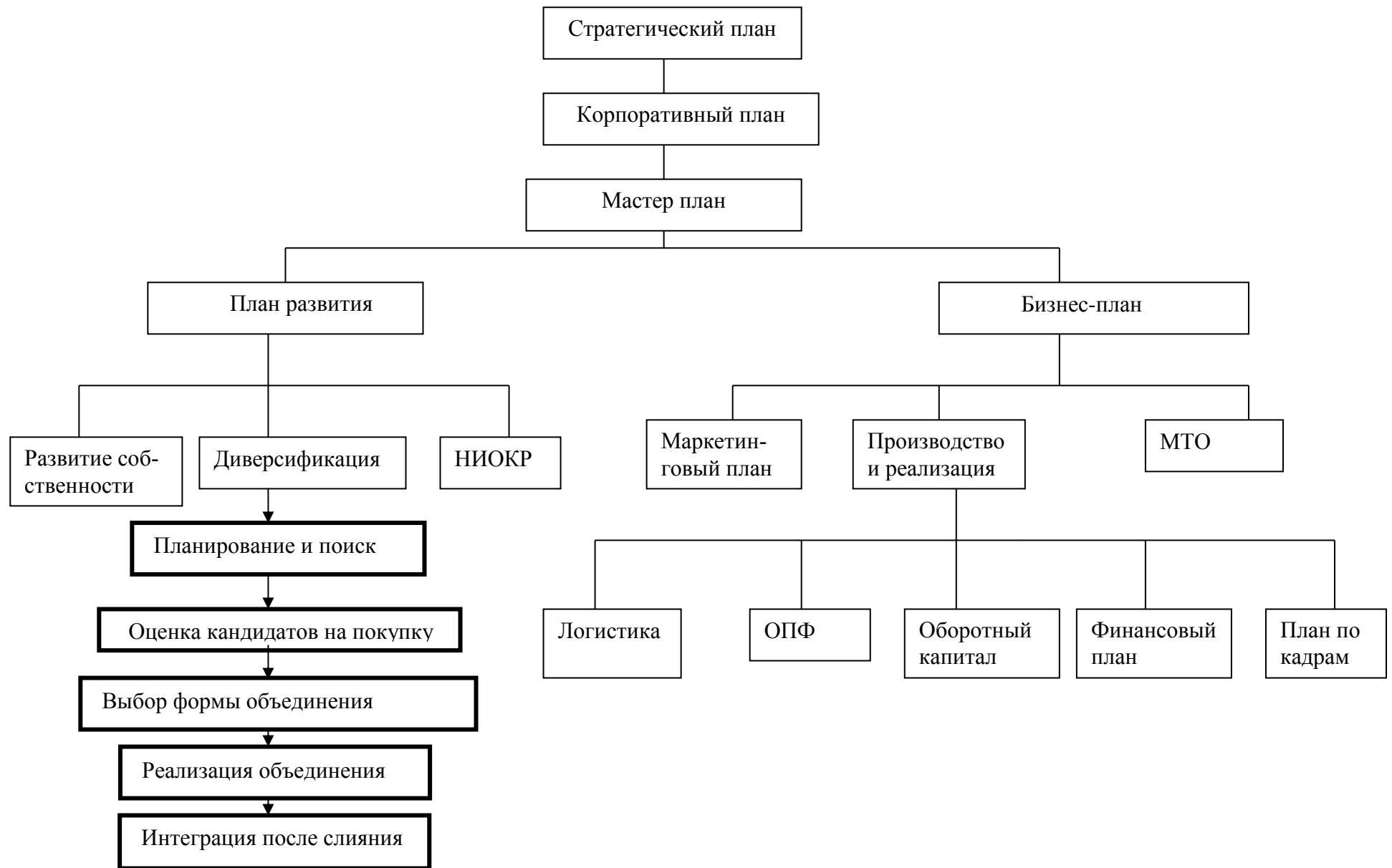


Рис. 4. Иерархия стратегического планирования.

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 эко-

номисты, 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 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.

Планирование и поиск кандидатов на слияние, поглощение

Методика принятия решения для горизонтальной 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. 5 полностью представлен алгоритм выбора стратегии. Общая схема «дерево целей» выбора стратегии для предприятия приведена в матрице обоснования выбора стратегии.

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. рис. 5).

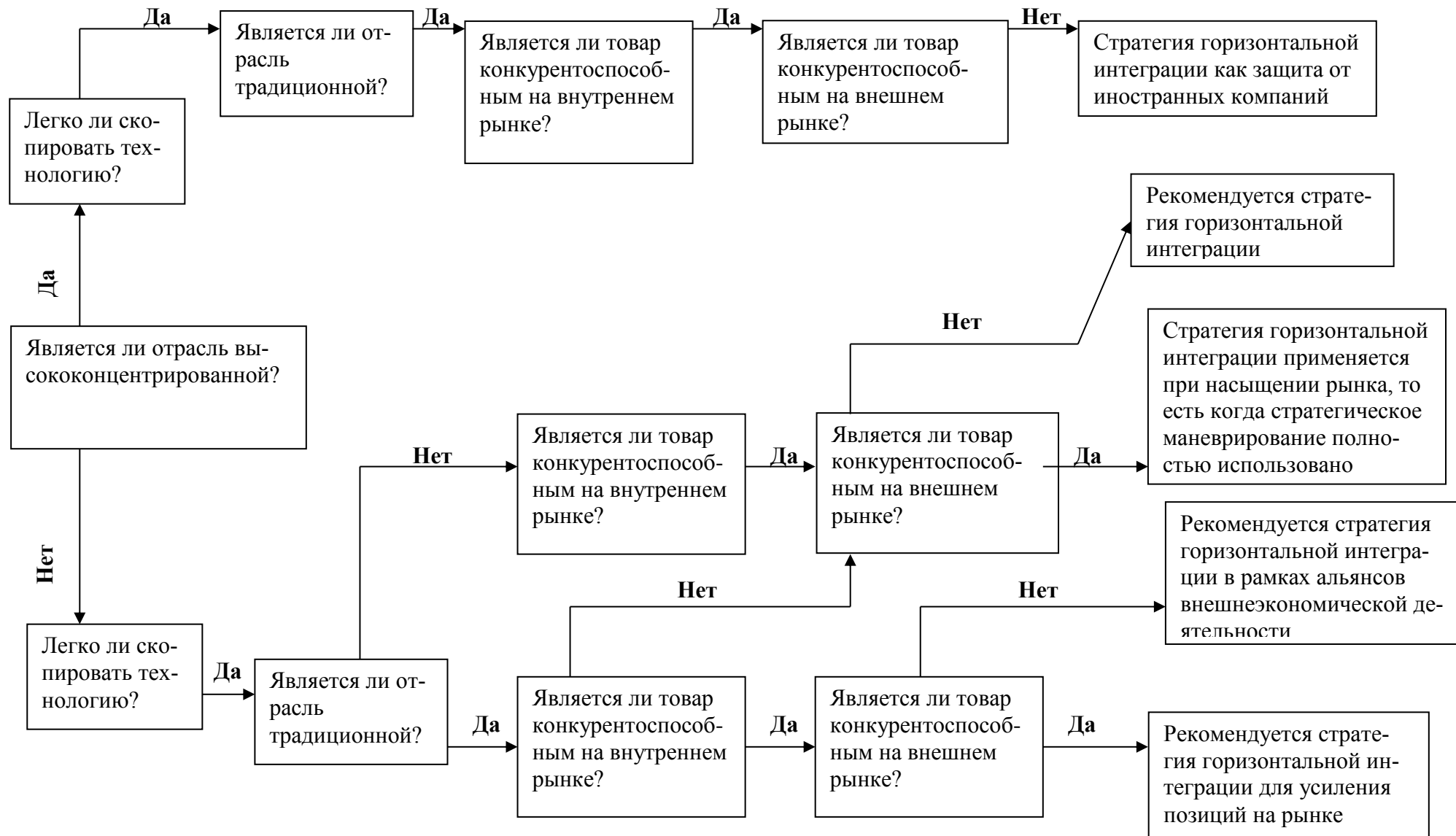


Рис. 5. Алгоритм выбора стратегии горизонтальной интеграции

На рис. 5 представлен алгоритм выбора стратегии только для горизонтальной интеграции. Если рассмотреть все имеющиеся случаи сочетания четырёх критериев выбора стратегии, то количество вариантов стратегий возрастает. Они приведены ниже в матрице обоснования выбора стратегии.

Матрица обоснования выбора стратегии

Высокая концентрация отрасли; стандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: Интеграция конгломеративного характера внутри страны и за ее пределами (снизить риск вложений).

Высокая концентрация отрасли; стандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия горизонтальной интеграции как защита от иностранных компаний.

Высокая концентрация отрасли; стандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке низкая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия для кризисных организаций, защитные стратегии.

Высокая концентрация отрасли; стандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: интеграция конгломеративного характера внутри страны и за ее пределами (снизить риск вложений) или горизонтальная интеграция с зарубежными партнерами.

Высокая концентрация отрасли; стандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития внешнего рынка.

Высокая концентрация отрасли; нестандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: частичная интеграция со смежными отраслями.

Высокая концентрация отрасли; нестандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития продукта или рынка на внешнем рынке.

Высокая концентрация отрасли; нестандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке низкая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка внутри страны.

Высокая концентрация отрасли; нестандартная технология; нетрадиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: стратегия снятия сливок.

Высокая концентрация отрасли; нестандартная технология; нетрадиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития внешнего рынка.

Высокая концентрация отрасли; нестандартная технология; нетрадиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке низкая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка внутри страны и за рубежом.

Низкая концентрация отрасли; стандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: стратегия горизонтальной интеграции.

Низкая концентрация отрасли; стандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия горизонтальной интеграции в рамках альянсов внешнеэкономической деятельности.

Низкая концентрация отрасли; стандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке низкая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия горизонтальной интеграции для усиления позиций на рынке.

Низкая концентрация отрасли; стандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высо-

кая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: стратегия горизонтальной интеграции применяется при насыщении рынка.

Низкая концентрация отрасли; стандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка за рубежом.

Низкая концентрация отрасли; стандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке низкая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка и продукта, защитные стратегии, стратегии для кризисных организаций.

Низкая концентрация отрасли; нестандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке низкая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка и продукта, защитные стратегии, стратегии для кризисных организаций.

Низкая концентрация отрасли; нестандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: частичная интеграция или альянсы с другими субъектами рынка, аутсорсинг.

Низкая концентрация отрасли; нестандартная технология; традиционная отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка внутри страны.

Низкая концентрация отрасли; нестандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке высокая: частичная интеграция или альянсы с другими субъектами рынка, аутсорсинг.

Низкая концентрация отрасли; нестандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке высокая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка за рубежом.

Низкая концентрация отрасли; нестандартная технология; новая отрасль; конкурентоспособность товара на внутреннем рынке низкая; конкурентоспособность товара на внешнем рынке низкая: стратегия развития рынка и продукта на внешнем и внутреннем рынке.

Выводы

Государственное регулирование процессов слияний и поглощений: соответствие слияний и поглощений промышленной политике и общей стратегии реорганизации отношений в рамках соответствующих секторов и отраслей; поддержание активного функционирования конкурентных механизмов в экономике; обеспечение прозрачности операций, осуществляемых на рынке корпоративного контроля; защита прав акционеров, в том числе миноритарных акционеров; регулирование социальных конфликтов, порождаемых слияниями и поглощениями.

Совершенствование законодательства: расширение форм реорганизации; необходимо обеспечение возможности комбинирования всех предусмотренных форм реорганизации, за исключением специально оговоренных случаев; обеспечение возможности участия в реорганизации коммерческих организаций различных организационно-правовых форм; обеспечение защиты интересов участников реорганизуемых коммерческих организаций (в первую очередь АО); должна быть предусмотрена обязательность привлечения независимого оценщика для определения рыночной стоимости акций(долей, паев); исключение возможности принудительной реорганизации иначе, как по решению суда; обеспечение возможности текущей деятельности коммерческих организаций с момента принятия решения о реорганизации (ликвидации) до момента ее завершения.

Антимонопольное регулирование и защита конкуренции: федеральный закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» № 948-1 от 22.03.91. 17 и 18 статьи регулируют непосредственно случаи реорганизации , в основе механизма реализации которых лежат создание, слияние, присоединение коммерческих организаций и их объединений, ликвидация и разделение государственных и муниципальных унитарных предприятий.

Совершенствование антимонопольного законодательства: ужесточение законодательства с точки зрения структуры собственности (в том числе конечных бенефициаров) для выявления целей и заинтересованных сторон в сделках; либерализация пороговых значений в законодательстве, при которых требуется согласие государственных органов; определение меры ответственности собственников, а при невозможности идентификации – менеджеров (за предоставление ложной информации, потенциальный ущерб различным сторонам сделки и участникам корпоративных отношений); идентификация интегрированной структуры, имеющей унифицированную для хозяйствующих субъектов и органов государственного управления основу и корректную теоретико-методологическую базу, корреспондирующийся с мировыми стандартами учета групповых форм организации бизнеса (включая регулирование вопросов консолидированной финансовой и налоговой отчетности); уточнение с позиции вариативности корпоративных отношений понятия «аффилированных лиц», введение единообразного понятия «группы компаний» в хозяйственный оборот; введение обоснованных критериев идентификации группового бизнеса, ограничение круга хозяйствующих субъектов; пороговые значения для признания хозяйствующего субъекта доминирующим на рынке 35 %, 65 % – безусловно доминирующим; согласно закону ФАС может разрешить доминирование если положительный эффект от данного действия превысит негативные последствия для данного товарного рынка (однако закон не содержит критериев данного решения).

Права заинтересованных лиц: В ГК РФ основной акцент сделан на обеспечение гарантий прав кредиторов юридического лица при его реорганизации; о правах акционеров ГК РФ не упоминает прямо, ограничиваясь некоторыми общими нормами. Частично этот пробел компенсируется в ФЗ об АО. Ни ГК, ни ФЗ об АО не упоминает о правах работников. О гарантиях прав лиц, перед которыми юридическое лицо несет ответственность за вред, причиненный жизни и здоровью говорится в ст. 1093 ГК РФ.

Права кредиторов: учредители юридического лица или орган, принявший решение о реорганизации, обязаны письменно уведомить

об этом кредиторов реорганизуемого юридического лица; кредитор вправе потребовать прекращения или досрочного исполнения обязательства, должником по которому является реорганизуемое юридическое лицо, и возмещения убытков; если разделительный баланс не дает возможности определить правопреемника, вновь возникшие юридические лица несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного юридического лица перед его кредиторами.

Права акционеров: решение вопроса о реорганизации АО находится в исключительной компетенции общего собрания АО; решение о реорганизации принимается квалифицированным большинством акционеров; введено ограничение на формирование имущества общества, создаваемого в результате реорганизации – оно осуществляется только за счет имущества реорганизуемых обществ; право акционеров требовать от АО выкупа принадлежащих им акций.

Выбор целесообразной формы интеграции зависит от степени концентрации отрасли, вида отрасли, конкурентоспособности товара на внутреннем и внешнем рынке.

Вопросы для обсуждения

1. Государственное регулирование процессов слияний и поглощений.
2. Законодательство о слияниях и поглощениях.
3. Недостатки современной законодательной базы.
4. Стратегическое планирование слияний и поглощений.
5. Интеграция после слияния.

Контрольные вопросы

1. Каким образом государство должно регулировать сделки по слиянию и поглощению?
2. Какие законодательные акты регулируют слияния и поглощения?
3. Почему необходимо стратегически планировать сделки по слияниям и поглощениям?
4. Что такое интеграция после слияния?

Задания для самостоятельной работы

1. Охарактеризуйте способы совершенствования слияний и поглощений.
2. Опишите недостатки современной законодательной базы по слияниям и поглощениям.
3. Перечислите и охарактеризуйте способы совершенствования законодательной базы по слияниям и поглощениям.
4. Определите роль планирования сделок по слиянию и поглощению в общей системе стратегического планирования.

ГЛОССАРИЙ

1. Вертикальные слияния и поглощения – это соединение некоторого количества компаний, одна из которых – это поставщик сырья для другой. Тогда стремительно снижается себестоимость продукции, и наблюдается стремительное увеличение прибыли.

2. Враждебные поглощения – скупка одним лицом или группой лиц контрольного пакета акций без согласия руководителей и акционеров компании.

3. Выкупы долговым финансированием без участия менеджмента корпорации – процесс, при котором корпорация, акции которой свободно обращаются на рынке ценных бумаг, преобразуется в корпорацию, чьи акции не имеют свободного обращения на фондовом рынке. Инвесторы выкупают все акции корпорации, при этом 80–90 % выкупа финансируется за счет эмиссии долговых обязательств.

4. Выкупы долговым финансированием с участием менеджмента корпорации – процесс, при котором корпорация, акции которой свободно обращаются на рынке ценных бумаг, преобразуется в корпорацию, чьи акции не имеют свободного обращения на фондовом рынке. Инвесторы (менеджмент корпорации) выкупают все акции корпорации, при этом 80–90 % выкупа финансируется за счет эмиссии долговых обязательств.

5. Горизонтальные слияния и поглощения – Это не что иное как соединение двух компаний, предлагающих одну и ту же продукцию. Преимущества видны невооруженным глазом: повышаются возможности для развития, идет на убыль конкуренция и т. д.

6. Доходный метод – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

7. Дружественное поглощение – происходит с одобрения обоих советов директоров, и, если сделка относится к крупным – еще и общим собранием акционеров (само отнесение производится либо на основании устава, либо в соответствии с фед. законом № 208-ФЗ «об АО».

8. Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых

для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревании.

9. Интеграция – это такое соединение элементов, в результате которого появляется единое целое.

10. Конгломератные слияния и поглощения – объединение компаний, не связанных между собой какими-либо производственными или сбытовыми отношениями, то есть слияние такого типа – слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом.

11. Контракты на управление – компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление, в которых предусматривается высокое вознаграждение за работу руководства. Это служит эффективным средством увеличения цены поглощаемой компании, так как стоимость золотых парашютов в этом случае существенно возрастает.

12. Постслияние – это период после слияния (или иной сделки), который ведет к объединению двух компаний.

13. 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.

14. Поглощение – это сделка, совершаемая с целью установления контроля над хозяйственным обществом и осуществляемая путем приобретения более 30 % уставного капитала (акций, долей, и т. п.) поглощаемой компании, при этом сохраняется юридическая самостоятельность общества

15. Реорганизация юридического лица – прекращение или иное изменение правового положения юридического лица, влекущее отношения правопреемства юридических лиц, в результате которого происходит одновременное создание одного, либо нескольких новых, и/или прекращение одного, либо нескольких прежних (реорганизуемых) юридических лиц. объединение компаний, задействованных в разных сферах бизнеса.

16. PR-защита – технологии создания и внедрения при общественно-экономических и политических системах образа объекта, с целью защиты от враждебных поглощений.

17. Разделенный совет директоров – совет делится на несколько частей, при этом каждый год избирается только одна часть.

18. Реструктуризация предприятия – это целенаправленное изменение структуры компании и входящих в неё элементов, которые формируют её бизнес, в связи с воздействиями, оказываемыми факторами внешней или внутренней среды.

19. Реструктуризация активов – покупка активов, которые не понравятся захватчику или создадут антимонопольные проблемы.

20. Реструктуризация обязательств – выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров, выкуп акций с премией у существующих акционеров.

21. Рыночный подход – данный подход особенно подходит для оценки в том случае, если на рынке имеется несколько объектов, с которыми можно сравнить оцениваемый бизнес. На точность определения рыночной стоимости объекта напрямую влияет достоверность собранных оценщиком сведений о продажах аналогов.

22. Синергетическая теория слияний:

– *операционные синергии*: экономия операционных издержек (эффект агломерации); экономия на НИОКР; эффект комбинирования взаимодополняющих ресурсов; увеличение размеров рыночной ниши корпорации.

– *финансовые синергии*: создание налоговых щитов (уход от налогообложения); возможность покупки компании по цене ниже балансовой; диверсификация.

23. Слияние – это объединение двух или более хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется новая, объединённая экономическая единица.

24. Стратегическая сеть – это совокупность фирм и их объединений, деятельность которых координируется рыночными механизмами, и цепочка команд заменяется цепочкой заказов.

25. Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств – менеджеры компаний, генерирующих значительные сво-

бодные денежные потоки, не имеют привлекательных инвестиционных проектов, реализация которых могла бы увеличить стоимость компании. Они не стремятся выплачивать повышенные дивиденды акционерам, а предлагают финансировать, например, неэффективные слияния и поглощения.

26. Теория гордыни – слияние как результат индивидуального решения менеджеров корпорации-покупателя; менеджеры считают, что именно их оценка стоимости верна, а рыночная оценка стоимости корпорации-цели не полностью отражает потенциал ее развития.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА ДЛЯ ИЗУЧЕНИЯ ДИСЦИПЛИНЫ

1. Борисов Ю.Д. Рейдерские захваты. Узаконенный разбой. – СПб.: Питер, 2008.
2. Гарретт Саттон Как купить и продать бизнес / Г. Саттон Поппурри, Минск, 2008.
3. Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес / Т. Гранди; [пер. с англ.]. – М.: Эксмо, 2008.
4. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний Издательство: Альпина Паблишер Дата издания: 2010, Москва // [http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9920&ln=ru&search_query=слияния и поглощения](http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9920&ln=ru&search_query=слияния+и+поглощения)
5. Голубев М.П. Методология создания эффективных вертикально интегрированных холдингов: Учебное пособие / М.П. Голубев. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 521 с.: 60x90 1/16. – (Учебники для программы МВА). (переплет) ISBN 978-5-16-004139-1, 400 экз. // <http://znanium.com/bookread.php?book=191119>
6. Динз Грейм К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу / Грейм Динз, Фриц Крюгер, Стефан Зайзель; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
7. Зайнуллина М.Р. Оценка экономической эффективности горизонтальной интеграции предприятий: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / М. Р. Зайнуллина – Казань, 2006.
8. Зайнуллина М.Р. Электронный образовательный ресурс Слияния и поглощения – Казань, КПФУ, 2012 // http://kpfu.ru//staff_files/F119423065/EOR.Sliyaniya.i.pogloscheniya.pdf или http://kpfu.ru/publication?p_id=65036
9. Зайнуллина М.Р. Оценка экономической эффективности горизонтальной интеграции предприятий: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / М.Р. Зайнуллина – Казань, 2006. // <http://сpei.tatarstan.ru/rus/info.php?id=244703>
10. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, – 2005.

11. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – 2-е изд., перераб. И доп. – М.: Ось-89, 2005.
12. Марков П.А. Реорганизация коммерческих организаций: проблемы теории и практики: Монография / П.А. Марков. – М.: Норма: НИЦ Инфра-М, 2011. – 320 с.: 60x90 1/16. (переплет) ISBN 978-5-91768-274-7, 300 экз. // <http://znanium.com/bookread.php?book=279258>
13. Пушкин А.В. Покупка и продажа бизнеса в России Издательство: Альпина Паблишер Дата издания: 2011, Москва // [http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9800&ln=ru&search_query=рейдерские захваты](http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9800&ln=ru&search_query=рейдерские_захваты)
14. Пушкин А.В. Покупка и продажа бизнеса в России Издательство: Альпина Паблишер – 2011, Москва [http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9800&search_query=слияния и поглощения в менеджменте](http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9800&search_query=слияния_и_поглощения_в_менеджменте)
15. Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений / Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2007.
16. Рудык Н.Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н.Б. Рудык, Е.В. Семенова. – М.: Финансы и статистика, 2007.
17. Рудык Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2006.
18. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов: Учеб.-практич. пособие. – М.: Дело, 2005.
19. Терехин В.И., Терехин В.И. Экономическое обоснование управленческих решений [Электронный ресурс]: пособие по обоснованию и реализации проектов развития бизнеса / В.И. Терехин. – Рязань: РГРТУ, 2009. – 252 с. – ISBN 978-5-7722-0305-7. <http://znanium.com/bookread.php?book=407389>
20. Harvard Business Review Слияния и поглощения / М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
21. 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, 2007.

22. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : создание стоимости в частных компаниях Издательство: Альпина Паблишер – 2009, Москва // [http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9788&search_query=слияния и поглощения](http://www.bibliorossica.com/book.html?currBookId=9788&search_query=слияния%20и%20поглощения) в менеджменте

23. Периодические издания и ресурсы интернета по проблеме слияний и поглощений.

ИНДИВИДУАЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

1. Индивидуальная работа по теме: «Оценка эффективности при слияниях и поглощениях»

Задание:

1. Рассчитать план финансирования сделки по слиянию и поглощению.

2. Оценить: выгодно ли приобретать данную компанию по условиям задачи (исходные данные в таблице 3).

3. Результаты представить в виде таблицы 2.

Таблица 2

План финансирования сделки по слиянию и поглощению

Показатели	Сумма в рублях
Сумма сделки	
Сумма свободных средств	
Сумма средств из прибыли корпорации	
Заем	
Погашение займа	
Через год:	
Сумма кредита	
Сумма процентов	
Через два года:	
Сумма кредита	
Сумма процентов	
Через три года:	
Сумма кредита	
Сумма процентов	
Через четыре года:	
Сумма кредита	
Сумма процентов	

Таблица 3

Исходные данные

Показатели	Вариант 1	Вариант 2	Вариант 3	Вариант 4
1	2	3	4	5
Текущая деятельность корпорации приносит в среднем доход (млн. руб.)	3	4	3	3
Расход по текущей деятельности составляет (млн. руб.)	2,3	2,3	2,3	2
Корпорация обладает средствами (млн. руб.)	1	1	2	1
Компания-цель оценивается в (млн. руб.)	5	5	5	5
Текущая деятельность компании-цели приносит в среднем (млн. руб.)	1	1	1	1
Расходы по текущей деятельности составляют (млн. руб.)	0,7	0,7	0,7	0,7
Банковская процентная ставка (в процентах)	11	11	11	11
Средняя продолжительность функционирования компании цели (годы)	10	10	10	10
Показатели	Вариант 5	Вариант 6	Вариант 7	Вариант 8
Текущая деятельность корпорации приносит в среднем доход (млн. руб.)	5	3	3	4
Расход по текущей деятельности составляет (млн. руб.)	3	2,3	2,3	2,8
Корпорация обладает средствами (млн. руб.)	1	1	4	1
Компания-цель оценивается в (млн. руб.)	5	5	5	5
Текущая деятельность компании-цели приносит в среднем (млн. руб.)	1	1	1	1
Расходы по текущей деятельности составляют (млн. руб.)	0,7	0,7	0,7	0,7
Банковская процентная ставка (в процентах)	11	11	11	11
Средняя продолжительность функционирования компании цели (годы)	10	8	10	10

продолжение таблицы 3

1	2	3	4	5
Показатели	Вариант 9	Вариант 10	Вариант 11	Вариант 12
Текущая деятельность корпорации приносит в среднем доход (млн. руб.)	3	6	3	3,2
Расход по текущей деятельности составляет (млн. руб.)	2,3	4,2	2,3	2,8
Корпорация обладает средствами (млн. руб.)	1	1	2,3	1
Компания-цель оценивается в (млн. руб.)	5	5	5	5
Текущая деятельность компании-цели приносит в среднем (млн. руб.)	2	1	1	1
Расходы по текущей деятельности составляют (млн. руб.)	1,5	0,7	0,7	0,7
Банковская процентная ставка (в процентах)	11	11	11	12
Средняя продолжительность функционирования компании цели (годы)	10	5	10	8
Показатели	Вариант 13	Вариант 14	Вариант 15	Вариант 16
Текущая деятельность корпорации приносит в среднем доход (млн. руб.)	3	3	3	3,3
Расход по текущей деятельности составляет (млн. руб.)	2,3	2,3	2,1	2,3
Корпорация обладает средствами (млн. руб.)	1	1	1,3	1,5
Компания-цель оценивается в (млн. руб.)	8	5	5	5
Текущая деятельность компании-цели приносит в среднем (млн. руб.)	2	1,2	1	1
Расходы по текущей деятельности составляют (млн. руб.)	0,7	0,7	0,7	0,7
Банковская процентная ставка (в процентах)	11	12	11	11
Средняя продолжительность функционирования компании цели (годы)	10	7	10	10

продолжение таблицы 3

1	2	3	4	5
Показатели	Вариант 17	Вариант 18	Вариант 19	Вариант 20
Текущая деятельность корпорации приносит в среднем доход (млн. руб.)	3	3	3	3
Расход по текущей деятельности составляет (млн. руб.)	2,3	2,3	2,3	2,3
Корпорация обладает средствами (млн. руб.)	1	2	2,5	1
Компания-цель оценивается в (млн. руб.)	5	5	5	5
Текущая деятельность компании-цели приносит в среднем (млн. руб.)	1,6	1	1	1
Расходы по текущей деятельности составляют (млн. руб.)	0,9	0,7	0,7	0,7
Банковская процентная ставка (в процентах)	11	11	11	11
Средняя продолжительность функционирования компании цели (годы)	6	10	10	6
Показатели	Вариант 21	Вариант 22	Вариант 23	Вариант 24
Текущая деятельность корпорации приносит в среднем доход (млн. руб.)	3	3	4,3	3
Расход по текущей деятельности составляет (млн. руб.)	2,5	2,3	3,5	2,3
Корпорация обладает средствами (млн. руб.)	1,2	1	1	1
Компания-цель оценивается в (млн. руб.)	5	6	5	5,5
Текущая деятельность компании-цели приносит в среднем (млн. руб.)	1	1	1	1
Расходы по текущей деятельности составляют (млн. руб.)	0,7	0,7	0,7	0,7
Банковская процентная ставка (в процентах)	11	11	11	11
Средняя продолжительность функционирования компании цели (годы)	10	10	10	7

1	2	3	4	5
Показатели	Вариант 25	Вариант 26	Вариант 27	Вариант 28
Текущая деятельность корпорации приносит в среднем доход (млн. руб.)	3	3	3	3,2
Расход по текущей деятельности составляет (млн. руб.)	2,3	2,3	2,3	2,3
Корпорация обладает средствами (млн. руб.)	1,2	1	1	1
Компания-цель оценивается в (млн. руб.)	5	5	5,5	5,3
Текущая деятельность компании-цели приносит в среднем (млн. руб.)	1	2	1	1
Расходы по текущей деятельности составляют (млн. руб.)	0,7	1,3	0,7	0,7
Банковская процентная ставка (в процентах)	11	11	12	11
Средняя продолжительность функционирования компании цели (годы)	10	10	10	10

2. Индивидуальная работа по теме: «Методы защиты от поглощений»

Задание: составить отчет по методу защиты от враждебных поглощений. Отчет должен содержать следующие разделы:

1. Метод защиты от враждебного поглощения.
2. Описание механизма защиты от враждебного поглощения.
4. Достоинства метода защиты от враждебного поглощения.
5. Недостатки метода защиты от враждебного поглощения.
6. Адаптация метода защиты от враждебного поглощения в российских условиях.
7. Предложения по совершенствованию данного метода для отечественных предприятий.

Отчет предоставляется на 5–7 страницах машинописного текста.

Варианты (методы защиты от враждебных поглощений):

1. «Отпугивание акул» (Shark repellants): Разделенный совет директоров (Staggered Board).
2. «Отпугивание акул»: Условие супербольшинства (Supermajority).
3. «Отпугивание акул»: Условие справедливой цены (Fair Price).
4. «Ядовитые пилюли» (Poison Pills).
5. «Золотые, серебряные, оловянные парашюты» (контракты на управление).
6. Использование различных схем участия работников в капитале компании.
7. Рекапитализация высшего класса (Dual class recapitalization).
8. Защита реестра от несанкционированного доступа.
9. Санкционированные привилегированные акции (Authorization of preferred stock).
10. Сокращение в кумулятивном голосовании (Reduction in cumulative voting).
11. Изменение места регистрации корпорации (reincorporation).
12. Ограничение отмены поправок в уставе (lock-in amendment).
13. Выкуп с использованием заемных средств.
14. Создание стратегической сети (Strategic Stakes).
15. Сохранение в составе компании регулируемого бизнеса.
16. Защита ПэкМена (PacMan defence).
17. «Обратная» интеграционная операция.
18. Тяжба (Litigation).
19. Конкуренция доверенностей (proxy fight).
20. Слияние с «белым рыцарем» (White knight).
21. «Белый сквайр» (White squire).
22. Соглашение о «непоглощении» (Standstill agreement).
23. Включение покупателя в финансово-технологическую цепочку.
24. Предложение о выкупе/Обратный выкуп с премией (Repurchase offer/Premium buy-backs/Greenmail).
25. Реструктуризация активов.

26. Реструктуризация обязательств.
27. PR-защита.

Примерная тематика курсовых работ

1. Исторические тенденции слияний и поглощений в экономике США.
2. Развитие процессов слияний и поглощений в экономике РФ.
3. Слияния и поглощения как интеграционные процессы рынка корпоративного контроля.
4. Постулаты синергетической теории слияний.
5. Теории агентских издержек свободных потоков денежных средств.
6. Основные идеи теории гордыни.
7. Стратегия интеграционных процессов.
8. Методы оплаты слияний и поглощений.
9. Проблемы применения доходного метода оценки слияний и поглощений.
10. Особенности затратного метода оценки слияний и поглощений.
11. Рыночный метод оценки слияний и поглощений.
12. Согласование стоимости различных методов оценки слияний и поглощений.
13. Выкупы долговым финансированием (LBO).
14. Выкупы долговым финансированием с участием менеджмента выкупаемой корпорации (MBO).
15. Методы защиты от враждебных поглощений.
16. Тендерные предложения по слияниям и поглощениям.
17. Правовая база рынка корпоративного контроля в РФ.
18. Государственное регулирование процессов хозяйственной интеграции.
19. Слияния и поглощения в контексте процессов реорганизации и реструктуризации.
20. Враждебные слияния и поглощения в РФ.
21. Планирование и поиск для слияния и поглощения.

22. Процедура проверки для слияния и поглощения.
23. Пенсионное обеспечение, оплата труда и компенсационные выплаты при слияниях и поглощениях.
24. Техника переговорного процесса при слияниях и поглощениях.
25. Завершение сделки по слиянию и поглощению.
26. Интеграция после слияния.
27. Особенности слияния и поглощения публичных компаний.
28. Слияния и поглощения в семейном бизнесе, товариществах, франчайзинговых предприятиях и некоммерческих организациях.
29. Специфические проблемы сделок международного характера.

Примерный перечень вопросов к экзамену

1. Классификация мотивов слияний и поглощений предприятий.
2. Стратегические цели объединения.
3. Корпоративные цели слияния.
4. Функциональные цели при слияниях.
5. Содержание основных понятий слияний и поглощений предприятий.
6. Классификация слияний и поглощений – горизонтальные, вертикальные, конгломерантные.
7. Реструктуризация предприятия.
8. Синергетическая теория слияний.
9. Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств.
10. Теория гордыни.
11. Применимость классических теорий слияний и поглощений для анализа операций на рынке корпоративного контроля в конце 20 – начале 21 века, сравнительный анализ развитых рынков и России.
12. Способы объединения при поглощениях.
13. Дружественное поглощение.
14. Враждебное поглощение.
15. Банкротство компании с последующим приобретением ее активов.

16. Тендерное предложение.
17. Выкупы долговым финансированием без участия выкупаемой корпорации.
18. Выкупы долговым финансированием с участием менеджмента выкупаемой корпорации.
19. Общий обзор методов оценки объединений предприятий.
20. Перспективная оценка организаций при слияниях и поглощениях.
21. Количественная оценка предприятий при слияниях и поглощениях.
22. Доходный метод оценки организаций при слияниях и поглощениях.
23. Рыночный метод оценки организаций при слияниях и поглощениях.
24. Затратный подход при оценке организаций для слияний и поглощений.
25. Качественная оценка организаций при слияниях и поглощениях.
26. Использование STEEP – анализа для оценки организаций при слияниях и поглощениях .
27. Применение модели 5 конкурентных сил М. Портера для оценки слияний и поглощений.
28. Оценка слияний и поглощений с помощью матрицы «Дженерал Электрик – МакКинси».
29. Оценка слияний и поглощений используя матрицу БКГ.
30. Применение SWOT – анализа для оценки слияний и поглощений.
31. Возможности ретроспективной оценки для слияний и поглощений организаций.
32. Ограничения и достоинства бухгалтерского метода при оценке слияний и поглощений.
33. Использование метода оценки рыночной стоимости корпорации при слияниях и поглощениях.
34. Возможности применения метода оценки рентабельности для слияний и поглощений.

35. Синергетический подход при слияниях и поглощениях.
36. Методы защиты от враждебных поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения.
37. Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано.
38. Исторические аспекты слияний и поглощений в США.
39. Общие характерные черты объединения зарубежных предприятий.
40. Тенденции развития процессов слияний и поглощений в РФ.
41. Специфика объединения отечественных организаций.
42. Понятие недобросовестных слияний.
43. Причины преобладания недобросовестных слияний в практике российских компаний.
44. Формы враждебного поглощения в российской экономике.
45. Особенности слияний и поглощений в РТ.
46. Перспективы развития процессов слияний и поглощений.
47. Государственное регулирование процессов слияний и поглощений.
48. Правовое обеспечение слияний и поглощений в РФ.
49. Недостатки современной отечественной законодательной базы.
50. Стратегическое планирование слияний и поглощений.
51. Планирование и поиск кандидатов на слияние, поглощение.
52. Оценка кандидатов на покупку при стратегическом планировании.
53. Выбор целесообразной формы объединения при слияниях и поглощениях.
54. Специфика процесса реализации объединения организаций.
55. Особенности процесса интеграции после слияния.

Задания для семинарских и практических занятий

1. Для чего нужны в корпоративном управлении процессы слияний и поглощений? Возможно ли обойтись без них?

2. Какие стадии включает в себя процесс слияния или поглощения?

3. Какие проблемы могут возникать в процессе слияний и поглощений?

4. Спрогнозируйте юридические, финансовые, кадровые проблемы.

5. Кто должен заниматься планированием и реализацией стратегии слияний и поглощений в корпоративном управлении?

6. Можно ли оценить эффективность слияний и поглощений? Какими способами лучше пользоваться?

7. Есть ли специфика слияний и поглощений в РФ?

8. Есть ли спекуляция на рынке слияний и поглощений?

9. Каким способом можно уберечься от поглощения для компании?

10. Какие ваши рекомендации по совершенствованию способов слияний и поглощений.

11. Изучите теории слияний: синергетическую теорию слияний; теорию агентских издержек свободных потоков денежных средств; теорию гордыни.

12. Дискуссионный вопрос: применимость классических теорий слияний и поглощений для анализа операций на рынке корпоративного контроля в конце 20 – начале 21 века, сравнительный анализ развитых рынков и России.

13. Изучите способы объединения при поглощениях: слияние, поглощение, MBO, LBO. Дискуссионный вопрос: проблемы применения зарубежных методов объединения при слияниях и поглощениях.

14. С какой целью классифицируют мотивы объединения компаний? Имеет ли значение цель поглощения?

15. Враждебное поглощение – это исключение неэффективных собственников или грубое перераспределение капитала.

16. Перечислите условия применения горизонтальных, вертикальных и конгломератных слияний.

17. Дискуссионный вопрос: достоверность количественной оценки при слияниях и поглощениях для отечественных предприятий.

18. Дискуссионный вопрос: адаптация методов защиты от поглощений для предприятий РФ.

19. Дискуссионный вопрос: причины преобладания недобросовестных слияний.

20. Дискуссионный вопрос: выбор целесообразной формы объединения.

21. Проанализировать макроэкономические показатели, такие как индекс цен, валовый внутренний продукт, ставка рефинансирования, индекс экономического роста, которые влияют на процессы слияний и поглощений в стране (источник www.gks.ru/, www.tatstat.ru/).

22. По публикациям в журналах и интернет ресурсах провести анализ конкретной сделки по слиянию и поглощению по следующим параметрам: цель сделки, тип объединения, характер оплаты, необходимость данного объединения, эффективность объединения (количественные показатели – прибыль, рыночная стоимость, доля рынка).



Зайнуллина Миляуша Рашитовна
Кандидат экономических наук,
доцент кафедры общего менеджмента
ИУЭФ К(П)ФУ,
заведующий отделом микро
и мезоисследований ГБУ ЦПЭИ АН РТ

В 2000 г. окончила Казанский финансово-экономический институт по специальности «Менеджмент организации».

Научные изыскания Зайнуллиной М.Р. посвящены проблемам: слияний и поглощений; формирования системы оплаты труда персонала высших учебных заведений на основе системы сбалансированных показателей и ключевых показателей эффективности (KPI); моделирования развития экономической системы; стратегического управления территориальными экономическими системами.

Преподаваемые дисциплины: основы менеджмента; стратегический менеджмент; слияния и поглощения; современный стратегический анализ; методы принятия управленческих решений; корпоративное управление.

Она автор и соавтор более 60 научных трудов, 4 монографий.

За заслуги в научно-исследовательской деятельности М.Р. Зайнуллина награждена дипломом лауреата всероссийского конкурса на лучшую научную книгу 2012 года (Фонд развития отечественного образования г. Сочи, 2013 г.).

За вклад в науку награждена Почетной грамотой Академии Наук Республики Татарстан (2013 г.)

За вклад в социально-экономическое развитие экономики награждена Благодарственным письмом от Министерства Экономики РТ (2014 г.)

В 2011 году окончила курсы по программе «Дистанционные технологии обучения: теория и практика».

В 2014 году обучалась по программе «Инновационные формы и методы обучения в высшей школе».

В 2015 году завершила обучение по программе «Business English».

Призер гранта ВР-Россия в 2014 году на тему: «Прогнозирование потребностей производства предприятий нефтегазового сектора на региональном уровне».

В 2014 году участвует в исследованиях социолого-экономического направления.

Учебное издание

М.Р. Зайнуллина

**Управление слияниями
и поглощениями в корпоративном секторе**

Подписано в печать 25.03.2015.

Бумага офсетная. Печать цифровая.

Формат 60x84 1/16. Гарнитура «Times New Roman». Усл. печ. л. 8,14.

Уч.-изд. л. 5,90. Тираж 500 экз. Заказ 63/3.

Отпечатано с готового оригинал-макета
в типографии Издательства Казанского университета

420008, г. Казань, ул. Профессора Нужи́на, 1/37
тел. (843) 233-73-59, 233-73-28