

10.2. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА ЗАДАЧ СОГЛАСОВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИНТЕРЕСОВ ПРЕДПРИЯТИЙ В ПРОЦЕССАХ ИХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Егорова Н.Е., д.э.н., профессор, г.н.с. ЦЭМИ РАН

В статье производится анализ рынка сделок по слияниям и поглощениям предприятий (mergers and acquisitions – M&A). Выявляется специфика задач согласования экономических интересов интегрирующихся компаний, на базе которой разрабатывается типология этих задач и формируются методические основы их анализа.

1. ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

Современный этап развития как отечественной, так и зарубежной экономики характеризуется активизацией интеграционных процессов, сопровождающихся ростом масштабов производства и появлением значительного числа крупных компаний. Основными принципами деятельности фирм в 1980-е гг. были экономия, гибкость и маневренность. Во второй половине 1990-х гг. им на смену пришли принципы развития: ориентация на экспансию и рост. Решая вопрос о выборе стратегии, обеспечивающей увеличение доли рынка, из двух альтернатив – развивать производство самостоятельно или интегрироваться с другими производителями – многие фирмы выбрали вторую альтернативу, а из форм интеграции – сделки по слиянию и поглощению (mergers and acquisitions – M&A). Число таких сделок на мировом рынке к настоящему времени превышает 15 тыс. ежегодно, а их общая стоимость составляет 3,5 трлн. долл. Однако преимущества в скорости освоения рынка сочетаются с многочисленными рисками, связанными с реализацией сделок M&A: до 2/3 их общего числа оказываются убыточными и приводят либо к продаже ранее приобретенных компаний, либо к ликвидации бизнеса. Одна из причин сложившегося положения состоит в том, что в большинстве неудачных случаев не была достигнута согласованность экономических интересов участников сделки.

Несмотря на то, что вопросы обоснования сделок M&A находятся в центре внимания научных исследований, задача согласования экономических интересов компаний в рассматриваемых процессах не получила должного освещения. С одной стороны, к наиболее часто обсуждаемым аспектам обоснования M&A относятся вопросы оценки стоимости компании, определения цены сделки, оценки синергического эффекта и др. При этом вне поля зрения исследователей, как правило, оказывается тот факт, что решение этих вопросов напрямую связано с согласованием экономических интересов участников сделки – интегрирующихся предприятий; в лучшем случае исследование ограничивается анализом мотивов сделки и выявлением их несоответствия у объединяющихся единиц. С другой стороны, задачи согласования экономических объектов являются классическими и в этом направлении получены достаточно серьезные результаты как по различным поставкам этих задач, так и по методам их решения (задачи согласования глобального и локального оптимумов, согласования интересов хозяйствующих субъектов в

условиях вертикальных и горизонтальных взаимодействий и др.). Однако специфика этих задач в сделках M&A не исследована. Данные задачи являются многоаспектными и слабоструктурированными с наличием фактора неопределенности; они видоизменяются в зависимости от конкретной ситуации, характера сделки (дружественная или враждебная), стадии ее реализации.

В связи с тем, что в исследованиях возник указанный разрыв, а также учитывая тот факт, что роль задач согласования будет возрастать (особенно для российских условий по мере продвижения российского рынка к его цивилизованным формам), возникает необходимость в их более глубоком изучении, и в частности – в разработке их типологии, а также в создании методических принципов и концептуальных подходов к их решению. Все вышеизложенное и определяет актуальность исследования как в теоретико-методологическом, так и в прикладном отношении.

2. СИСТЕМНЫЙ АНАЛИЗ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КАК СПОСОБОВ АДАПТАЦИИ ФИРМ, ФУНКЦИОНИРУЮЩИХ В РЫНОЧНОЙ СРЕДЕ

Промышленное предприятие (фирма, компания) как производитель товаров и услуг, имеющих ценность для индивидов и общества в целом, является приоритетным и первичным звеном реформируемой российской экономики. Представляя собой основную структурообразующий элемент экономики, оно выполняет интегрирующие функции, соединяя в себе различные виды производственных факторов (материальные, трудовые и финансовые ресурсы) для производства продукции и осуществляя процесс удовлетворения потребностей общества в производимых товарах и услугах [21].

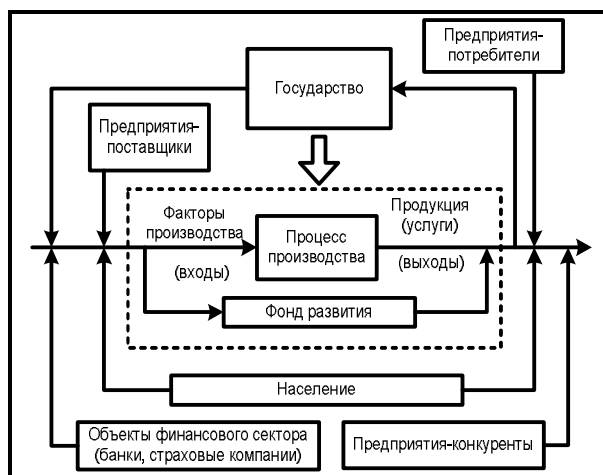


Рис. 2.1. Схема основных взаимосвязей предприятия с экономическими агентами внешней среды

Для нормального функционирования предприятия необходима налаженная система внутренних и внешних связей. Если система внутренних связей обеспечивает координацию и взаимодействие структурных элементов (подразделений) предприятия и является предметом внутрифирменного стратегического планирования и управления его деятельностью, то система внешних связей определяет его взаимодействие с другими эко-

номическими агентами. При этом уровень развития внешних связей определяет характер и способы установления внутренних связей и наоборот, поскольку предприятие относится к экономическим системам открытого типа [10].

С точки зрения системного анализа предприятие представляет собой систему с наличием положительной обратной связи, функционирующую во внешней среде, которая формируется в результате сложного взаимодействия различных экономических агентов (рис. 2.1).

В соответствии с этой схемой входные параметры производственной системы формируются в зависимости от воздействий, оказываемых предприятиями – поставщиками (связи по материально-техническому обеспечению), банками и другими учреждениями финансового сектора (кредиты и займы, страховое возмещение и т.д.), населением (связи по обеспечению трудовыми ресурсами), государством (целевые инвестиционные программы).

Выходные параметры предприятия определяются результатами его деятельности и зависят как от спроса на продукцию, предъявляемого со стороны предприятий-потребителей, так и со стороны населения. Существенное воздействие оказывают также предприятия-конкуренты, производящие продукцию (услуги) данного вида (либо продукцию, близкую по потребительскому назначению), которые могут повлиять на ценовую, продуктовую или технологическую стратегию предприятия. Кроме того, предприятие осуществляет налоговые отчисления в бюджет государства в соответствии с действующим налоговым законодательством. Следует особо отметить регулирующую роль государства (на схеме – пунктирная стрелка), которая состоит в регламентации правил поведения всех участников рассматриваемого процесса, формулируемых в нормативно-законодательных актах.

Отображенные на рис. 2.1 связи могут рассматриваться как базовые, то есть характерные как для нормального (стационарного), так и переходного экономического процесса. Однако форма проявления этих связей, а также сила их воздействия могут изменяться в зависимости от сложившейся ситуации. Особенно значительна трансформация этих связей в условиях переходной экономики.

Приведем несколько примеров.

В условиях стационарной экономики дореформенного периода (реализующей административно-командный тип экономического управления) наиболее значимыми и жесткими были вертикальные регламентирующие связи, посредством которых государство (или представляющие его органы управления) устанавливало все основные параметры деятельности предприятия (объем выпуска, цены, способы реализации продукции и материально-технического обеспечения производства). В этих условиях производство не было ориентировано на потребителя и, следовательно, связи между производителем и потребителем (также как и между поставщиком и производителем) были слабыми.

Положительная обратная связь, осуществляемая через фонды развития и стимулирующая рост предприятия, практически не прослеживалась и мало воздействовала на производственный процесс, поскольку большая часть заработанных доходов (налоги и так называемый свободный остаток прибыли) отчислялись государству [12]. Кредитная система фактически не ра-

ботала, так как кредиты не могли конкурировать с альтернативным бесплатным финансовым ресурсом – государственным бесплатным инвестициями. Связи производителя и конечного потребителя (населения) носили формальный характер: цели наибольшего удовлетворения потребностей людей носили в большей части декларативный характер, что обуславливало снижение стимулов к эффективной работе и препятствовало повышению производительности труда. В связи с этим рассмотренная система взаимосвязей может быть охарактеризована как недостаточно сбалансированная и неэффективная (перегруженность работы органов государственного управления, не компенсирующая работу других экономических связей).

В условиях стационарной рыночной экономики роль различных связей в описанной системе их взаимодействия также может различаться в зависимости от рассматриваемого исторического этапа. Так, в конце XIX в. (в эпоху зарождения корпораций) для функционирования предприятия существенно значимыми чаще всего оказывались связи с поставщиками. Выбор поставщика оказывался важным, поскольку он обеспечивал снижение издержек. Основной рыночной тенденцией в то время было превышение спроса над предложением, поэтому проблем, связанных с реализацией производства, практически не возникало. Именно тогда возникла генеральная стратегия развития предприятия – контроль над максимально большой долей рынка, обеспечивающей как снижение издержек (эффект масштаба), так и относительную стабильность связей с потребителем [18, 28, 36].

По мере того как «экономика неограниченного спроса» сменялась «экономикой дифференцированных потребностей» [28] все большую значимость стали приобретать связи с потребителем. Более того, по мере насыщения рынка товарами усилилась конкуренция производителей. В этот период стратегия максимизации доли рынка означала зачастую значительный рост затрат, связанных с реализацией продукта, с конкурентной борьбой. Вместе с этим трансформируются и другие связи. Все большая часть инвестиций и кредитов направляется не на увеличение масштабов производства и захват все большей доли рынка, а на новые технологии, модернизацию продуктов и их продвижение на рынке (маркетинг). Все большую значимость приобретает государственное антимонопольное регулирование. Производство ориентируется на конечного потребителя – население, в связи с чем появляются послепродажные услуги, сопровождающие продукт (гарантии, ремонт, модернизация и т.д.) и укрепляющие связи производителя и потребителя. Миф о доле рынка как эффективной стратегии постепенно уходит в прошлое, все чаще предприятия руководствуются показателем прибыли [30, 43].

В условиях трансформируемой экономики (в качестве которой может быть рассмотрен период российских рыночных реформ) система взаимосвязей предприятия оказывается наиболее уязвимой к производимым преобразованиям. Как правило, в этот период наблюдаются сильные деструктивные процессы, приводящие к разрыву связей, что делает невозможным нормальный воспроизводственный процесс предприятия. Так, в условиях российских рыночных реформ оказались нарушенными все наиболее важные связи предприятия. Взаимодействие между поставщиком и производителем

осуществлялось посредством громоздкого и негибкого бартерного механизма; процессы реализации продукции населению существенно ограничивались резким снижением его покупательной способности и подрывались высоким уровнем инфляции. Кредитная деятельность банков замыкалась в финансовом секторе (межбанковские кредиты, операции с ГКО) и практически не касались реального сектора экономики: кредит коммерческих банков для предприятий был недоступен. Государство практически полностью потеряло контроль над регулирующими функциями и не могло обеспечить ни нормальное функционирование предприятия (защита от криминала, стимулирование перспективных производств), ни социальные гарантии обедневших слоев населения. Негативные последствия от развала системы связей носили лавинообразный характер: разрушенные связи инициировали массовые банкротства предприятий, а они, в свою очередь, способствовали дальнейшему разрушению связей. Ситуацию удалось выправить за счет двух крупномасштабных событий:

- волны импортозамещения после кризиса 1998 г.;
- сверхблагоприятной конъюнктуры цен на нефть на мировых рынках [3].

Приведенные примеры свидетельствуют о том, что система внешних взаимосвязей предприятия существенным образом определяет как результаты работы предприятия, так и модель его рыночного поведения. Более того, значительная часть стратегических решений по развитию предприятия связана со стремлением его руководства либо сохранить и укрепить действующие связи, либо установить новые, более эффективные взаимодействия с другими экономическими агентами.

К числу таких решений относятся решения по интеграции (слиянию и поглощению) компаний, многие из которых инициированы стремлением обеспечить тотальный контроль над важнейшими межфирменными связями. При этом, если в условиях переходного периода подобные решения диктуются, как правило, необходимостью простого выживания предприятия, то в условиях стационарной экономики – стремлением повысить собственную конкурентоспособность и эффективность производства, сохранить свою марку, упрочив имидж, и т.д., то есть обеспечить выживание, понимаемое уже в широком контексте.

В связи с этим позиция автора состоит в том, что сделки M&A могут быть рассмотрены как эффективный инструмент креативной адаптации предприятия в условиях умеренных и шоковых воздействий внешней среды. Под креативной адаптацией предприятия к внешней среде понимается такая адаптация, которая изменяет собственно часть внешней среды, трансформируя ее во внутреннюю структуру нового интеграционного образования. Роль и место сделок M&A в процессе адаптации предприятия условно представлены на схеме (рис. 2.2), где показаны возможные типы адаптационной реакции предприятия в зависимости от силы и мощности внешних воздействий в процессе его функционирования.

При этом каждый последующий тип реакции обычно реализуется в том случае, если необходимого результата не удалось достигнуть на предыдущем этапе. Так, реакции третьего порядка (креативной адаптации), как правило, предшествуют самоорганизация и самонастройка. Этот вывод подтверждается экономическими реалиями: обычно M&A наиболее активизируются в

периоды переломных процессов в экономике (кризисов, реформ и т.д.) [38].

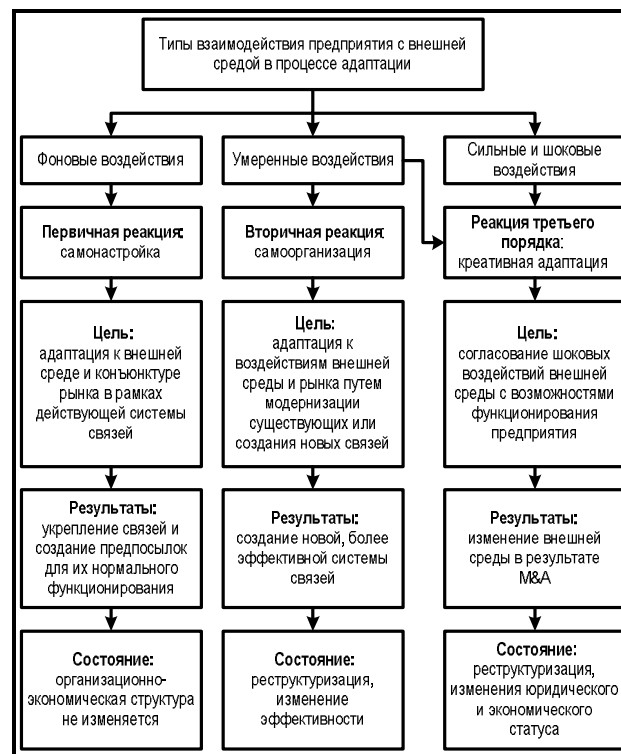


Рис. 2.2. Место и роль сделок M&A в процессе адаптации предприятия к внешней среде

Сделки M&A могут быть рассмотрены не только с точки зрения микроэкономических взаимосвязей, но также и с позиций концентрации капитала [19]. В результате этих сделок концентрация капитала усиливается; увеличивается как число крупных предприятий, так и их масштабы. По мнению автора, этот факт особенно важен для условий России как крупнейшего государства, в котором роль больших предприятий всегда была очень значимой.

Высокая концентрация производства особенно характерна для тех отраслей российской экономики, где имеется достаточно высокая рентабельность [37].

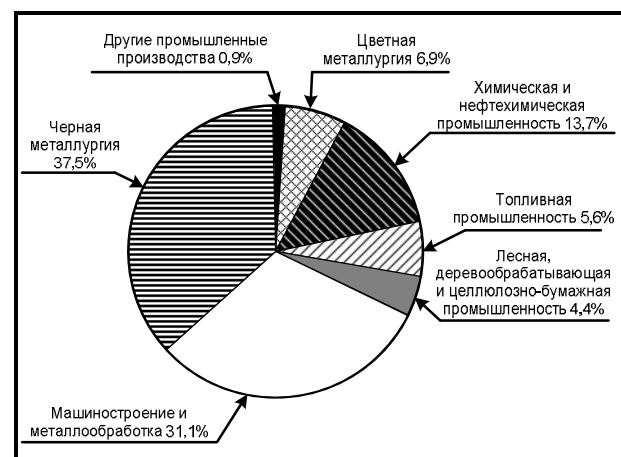


Рис. 2.3. Структура промышленного производства по организациям, занимавшим на рынке доминирующее положение (2001-2003 гг.)

Наибольшая концентрация характерна для машиностроения и металлообработки, а также черной металлургии (см. рис. 2.3). Это вызвано как особенностями хода приватизации в этих отраслях, так и инерционным фактором. Изначально для них был характерен очень высокий уровень концентрации производства, и, поскольку в ходе приватизации не произошло массовой реструктуризации и разделения предприятий, то после осуществления сделок по слиянию и поглощению образовались предприятия – олигополисты. Большое число предприятий (и, соответственно, малая концентрация производства) наблюдается только в отраслях сферы услуг и торговли, где свою нишу нашли малые предприятия [14]. Наименьшая концентрация характерна для торговли, что видно из рис. 2.4.

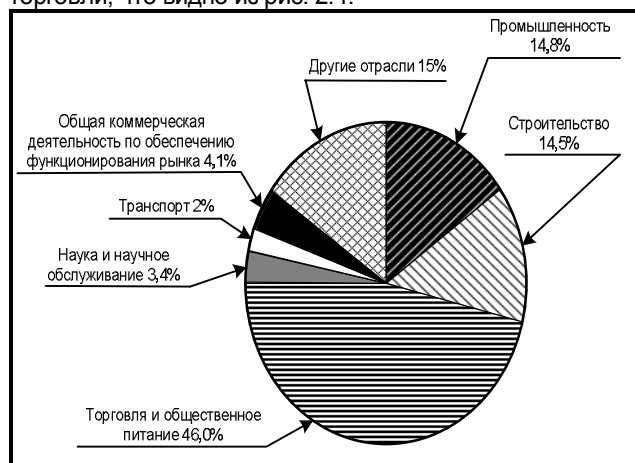


Рис. 2.4. Распределение числа малых предприятий по отраслям экономики в 2001-2003 гг.

На основе концентрации капитала в ходе сделок осуществляется: интеграция экономического потенциала объединяемых предприятий; в том числе – расширение одного или нескольких производств, их комбинирование и создание нового производственного комплекса, объединение рынков ресурсов и сбыта и т.д.

В ряде случаев такая интеграция может быть следствием реализации интеграционной стратегии предприятия и поиском его внешних источников развития; при этом интеграция носит долговременный стратегический характер. Однако сделки М&А не всегда характеризуются долгосрочностью. В течение даже одного года предприятия могут осуществить несколько сделок М&А, при этом идут процессы не только интеграции, но и дезинтеграции. Ряд сделок может носить спекулятивный характер и иметь краткосрочные цели; в других случаях интеграция может оказаться неэффективной, в результате чего союз предприятий распадается [18, 39].

Важно другое – интеграция в сделках М&А представляет собой особый способ объединения предприятий и концентрации их капитала, реализация которого приводит к изменению их исходных организационных форм и внутренней организационной структуры.

В результате из двух или нескольких предприятий образуется одно новое, имеющее свою организационную форму (которая может не совпадать с организационной формой ни одного из участников сделки). Несколько предприятий могут войти в состав одной из фирм-участников сделки: хотя эта фирма может и сохранить юридический статус и внешнюю форму своей организации, но внутренняя ее структура изменится и т.д.

Организационно-структурные изменения могут быть обусловлены также и тем, что М&А часто сопровождаются реструктуризацией предприятий, продажей непрофильных активов (spin off), репрофилированием производства и т.п. в целях обеспечения новообразованной структуры. Все это приводит к институциональным преобразованиям экономики, которые могут в ряде случаев оказаться столь значимыми, что являются сопоставимыми с такими процессами, как передел собственности, перераспределение первоначального накопления капитала (примером чего является период быстрого роста российского рынка М&А на рубеже веков) [25, 29].

Проведенный анализ позволяет сделать следующие выводы:

1. Процессы интеграции предприятий и, в частности, сделки М&А являются объективно обусловленными. В числе факторов, вызывающих эти процессы в российских условиях, немалое место занимает адаптационный фактор, то есть необходимость выживания предприятий в изменяющихся условиях реформируемой экономики.
2. В результате реализации процедур М&А наблюдаются следующие процессы:
 - восстановление ранее разрушенных связей, их укрепление и создание новой, более эффективной системы связей;
 - концентрация капитала и повышение эффективности производства;
 - изменение организационных форм и реструктуризация предприятий;
 - институциональные преобразования и структурные промышленные сдвиги.
3. Анализ проблемы свидетельствует о достаточно существенных изменениях в экономике, связанных с действием рассматриваемых процессов, что подчеркивает необходимость более детального их исследования.

3. ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ПРОЦЕССОВ ИНТЕГРАЦИИ И РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

Одним из наиболее эффективных способов получения дополнительных источников развития является осуществление сделок по слиянию и поглощению компаний, так называемых сделок М&А (mergers and acquisitions). Этот вид сделок – один из самых распространенных приемов развития, к которому прибегают в настоящее время даже эффективно работающие компании всего мира [35, 36].

В условиях активизации процессов М&А очень важным является умение правильно ориентироваться в типах совершаемых при этом сделок, а также реально оценивать основные цели, возможные последствия и уровень их эффективности. Мировой опыт корпоративного менеджмента (и, прежде всего, американский) в области практической деятельности формирования законодательно-правовой базы для совершения сделок М&А, будучи адаптирован для российских условий, может рассматриваться как чрезвычайно полезный.

Однако прежде чем проводить сравнительный анализ этих процессов, протекающих с известными особенностями в различных странах, следует остановиться на терминологических различиях при употреблении понятий М&А (рис. 3.1). Существуют определенные различия в толковании понятия «слияние компаний» в зарубежной теории и практике и в российском законо-

дательстве [9, 33, 36]. За рубежом понятия «слияния» и «поглощения» не имеют такого четкого разграничения, как в нашем законодательстве. Даже сами английские аналоги рассматриваемых понятий имеют неоднозначное значение:

- Merger – слияние, поглощение (путем приобретения ценных бумаг или основного капитала);
- Acquisition – приобретение (например, акций), поглощение компаний, взятие под контроль активов;
- Merger and acquisitions – слияние или поглощение компаний.¹

Российское законодательство:		Зарубежное законодательство: соответствующий термин (условно)
Содержание термина	Условная формула	
Слияние – реорганизация юридических лиц при которой они полностью утрачивают самостоятельное существование и образуют новую фирму	$D = A \cup B \cup C$	Mergers
Присоединение – объединение нескольких фирм, в результате которого одна из фирм сохраняет юридический статус, а остальные прекращают свое существование	$A' = A \cup B \cup C$	
Поглощение – взятие одной компании другой под свой контроль (управление путем приобретения права собственности на нее, например, скупки акций на бирже)	$A' \Rightarrow B \subset A$ $A'' \Rightarrow C \subset A'$	Acquisitions

Рис. 3.1. Условная схема: соответствие понятий слияния и поглощения (M&A – mergers and acquisitions) в российском и зарубежном законодательствах²

В соответствии с общепринятыми за рубежом подходами под слиянием подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур.

В соответствии же с российским законодательством под слиянием понимается реорганизация 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 **A** объединяется с компаниями **B** и **C**, то в результате на рынке может появиться новая компания **D** ($D=A+B+C$), а все остальные компании ликвидируются.

¹ В иностранной и переводной литературе (см., например, [36, 40, 41, 44, 45]) merger чаще всего трактуется как слияние; acquisition – как поглощение. В отечественной литературе встречается и противоположная интерпретация этих терминов. Автор далее следует первоисточникам и использует первый вариант смыслового наполнения этих терминов.

² M&A – определенный класс сделок, связанных с передачей корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен активами.

В зарубежной же практике можно слиянием может пониматься объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве этот случай подпадает 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 ($A = A+B+C$).

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

Таким образом, под терминами M&A понимается определенный класс сделок, которые связаны с передачей корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен активами. Сюда входят собственно слияния и присоединения (соединение компаний в одну); поглощения (в том числе вхождение в структуру компании-реципиента и враждебное поглощение – hostile takeover) и приобретение компаний, сопровождающиеся их рекапитализацией, изменением в структуре собственности, реструктуризацией (в том числе выделение и продажа непрофильных активов, самостоятельных бизнес-единиц – spin-off) и др. Важным при этом является не столько терминологическая дефиниция сделки M&A, а сложность и глубина экономической трансформации интегрирующихся предприятий. Автор разделяет позицию тех экспертов, которые считают, что во многих случаях анализа сделок M&A формальными различиями между терминами слияния и поглощения можно пренебречь. Основанием для такой позиции является схожесть целей, мотивов и способов реализации этих сделок [33, 38]. Существует также мнение о том, что в практике M&A слияния происходят чаще всего между предприятиями приблизительно равного экономического потенциала (масштаба), а поглощение предполагает наличие более крупного предприятия (реципиента) и менее крупного предприятия-цели. Однако при этом часть экспертов сходятся также и в том, что сделка M&A, проведенная как слияние, в дальнейшем трансформируется в фактическое поглощение (по принципу «два медведя в одной берлоге не живут») [39].

Автором осуществлена классификация основных типов сделок M&A по различным критериям интеграционных процессов, которая приведена на рис. 3.2.

Тип сделок M&A в значительной степени определяется мотивами, лежащими в их основе. Чаще всего среди множества возможных мотивов объединения компаний можно выделить один или два доминирующих, которые накладывают соответствующий отпечаток на всю сделку³. Один из основных мотивов интеграции и реструктуризации компаний на основе слияний и поглощений состоит в стремлении получить и усилить синергический эффект, т.е. обеспечить такое совместное функционирование двух или нескольких предприятий, совокупный результат которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний.

³ Описание различных мотивов сделки представлено в работах [32, 33, 38].

Данный мотив является синтетическим и может реализоваться по различным направлениям.

Синергический эффект может возникнуть благодаря:

- экономии, обусловленной масштабами деятельности;
- комбинирования взаимодополняющих ресурсов;
- финансовой экономии за счет снижения транзакционных издержек;
- возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии);
- взаимодополняемости в области НИОКР;
- вертикальной или горизонтальной интеграции [8] и т.д.

Относительно самих сделок M&A, а также технологий их осуществления существуют абсолютно противоположные точки зрения, различным образом оценивающие их эффективность и целесообразность.

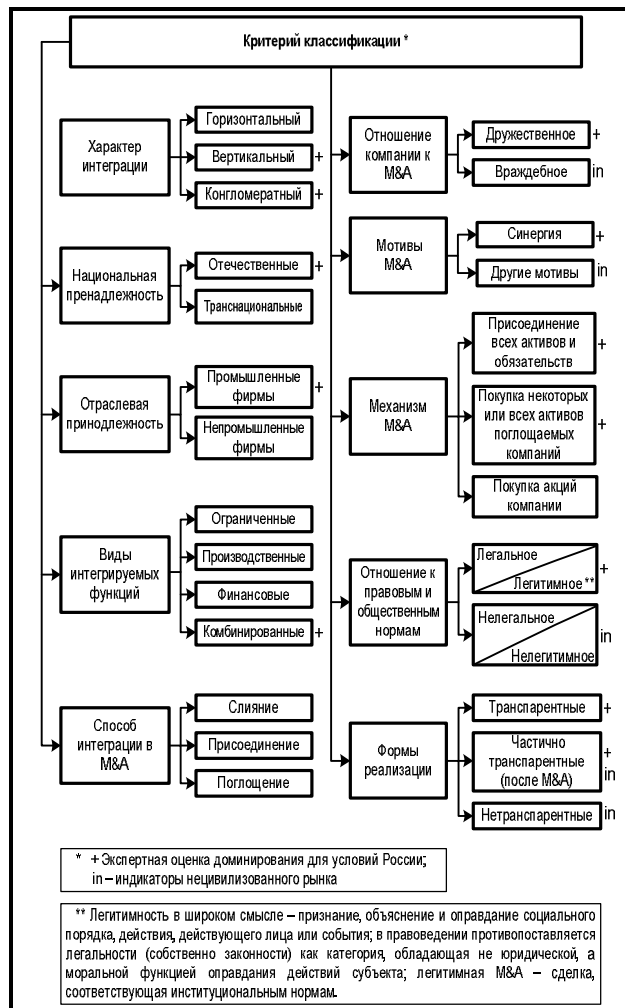


Рис. 3.2. Классификация типов сделок, совершаемых на рынке M&A

Согласно одной из них, M&A являются важным источником повышения результативности деятельности бизнеса; другие аналитики считают их только отражением административных и экономических интересов менеджеров, реализация целей которых снижает, а не повышает эффективность компании. Мнение третьих состоит в том, что цели и результаты многих слияний и поглощений не всегда связаны с прямой финансовой выгодой сегодняшнего дня, но способствуют росту фирмы в будущем, перспективам положения ее на рынке и т.д. Причем каждая из этих точек зрения находит свое подтверждение по результатам анализа фактических данных. Так, хорошо известно, что:

• приблизительно 61% слияний не окупает вложенных в них средств;

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

Однако каковы бы ни были точки зрения по этому вопросу, феномен M&A – это объективная реальность, присущая всему мировому экономическому сообществу, которую необходимо исследовать и анализировать.

Таблица 3.1

ОСНОВНЫЕ ПЕРИОДЫ (ВОЛНЫ) В РАЗВИТИИ МИРОВОГО РЫНКА M&A

№	Волны слияний	Краткая характеристика периодов, основные цели
1	1897-1904 гг.	Большинство слияний осуществлялось по принципу горизонтальной интеграции. Практически во всех отраслях господствовали монополии. Отличительной чертой большинства слияний в этот период явился множественный характер: в 75% от общего количества слияний было вовлечено, по крайней мере, по 5 фирм, в 26% из них участвовало 10 и более компаний. Иногда объединялись несколько сотен фирм. Оптимизация использования мощностей и избежание падения цен с помощью горизонтальных поглощений и объединения в трасты
2	1916-1929 гг.	В связи с действием антимонопольного законодательства слияние компаний в отраслях приводит уже к господству не монополии, а олигополии, т.е. к доминированию небольшого числа крупнейших фирм. Для этой волны больше, чем для предшествующей, характерны вертикальные слияния и диверсификация. Стремление занять доминирующую позицию на рынке, контроль всего производственного цикла
3	60-70-е годы	Всплеск слияний фирм, занятых в разных видах бизнеса, т.е. слияний конгломератного типа. По оценке Федеральной торговой комиссии США, с 1965 по 1975 гг. 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. Расширение портфеля предлагаемой продукции
4	80-е годы	Удельный вес слияний конгломератного типа сократился. Создание новых объединений сопровождалось разрушением ранее созданных конгломератов. Заметной становится тенденция враждебных поглощений. Учитывая смягчение антимонопольной политики, в этот период наиболее распространены горизонтальные слияния. Стратегия поглощения, фокусировка на основном бизнесе, поиск новых потенциалов синергии
5	Вторая половина 90-х годов	Наиболее популярным типом слияния компаний является горизонтальная интеграция. Характерно объединение транснациональных корпораций, т.е. сверхконцентрация компаний. Огромный размах получили слияния и поглощения в финансовой сфере. Глобальные мегасделки, единый рынок Европы

Следует отметить, что главным фактором, стимулирующим процесс M&A, является конкурентная среда и

ее воздействие на общий ход экономических процессов – диверсификацию производства, технологический прогресс, либерализацию рынков. Как уже указывалось, пики сделок M&A приходятся на периоды структурных изменений, промышленных кризисов и подъемов, инфляции, технологических революций и т.д., когда происходит существенная перестройка экономики. Именно поэтому развитие мирового рынка слияний и поглощений компаний на протяжении всей своей истории имело волнообразный характер. Особенно отчетливо волны наблюдались на протяжении двадцатого столетия. Можно выделить пять наиболее выраженных волн в развитии этих процессов, каждая из которых имеет свои особенности (табл. 3.1) [23, 36, 41].

Одним из ведущих сегментов мирового рынка M&A является национальный рынок США, темпы роста которого были особенно велики в последнее десятилетие XX в.: число сделок M&A в этот период увеличилось здесь в 5 раз. Причем, если в 80-е годы общий объем сделок находился между 70 и 250 млрд. долл. в год, то в 90-е гг. он устойчиво возрастал и к началу века попал в диапазон 1,2-1,4 трлн. долл. в год. Таким образом, за последние 20 лет XX в. в США наблюдался 26-кратный, а за последние 10 лет XX в. – 13-кратный рост объемов рынка. Данный рынок может быть рассмотрен в качестве уменьшенной копии (или модели) мирового рынка M&A, поскольку характер его роста и возникающие волны (рис. 3.3) достаточно точно соответствуют периодам развития мирового рынка (табл. 3.1).

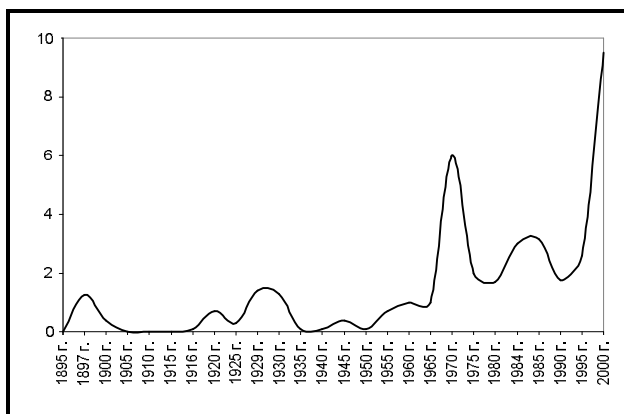


Рис. 3.3. Основные волны слияний и поглощений в США

Основные «гребни» волн этого рынка либо предшествуют, либо точно совпадают по времени с моментами усиления экономической нестабильности на мировой арене (финансовые и биржевые кризисы, кардинальные изменения в законодательстве и т.д.).

К началу нового тысячелетия мировой рынок M&A вступил в новую (пятую) фазу своего развития. Рассмотрим ее основные отличительные особенности.

3.1. Новые цели и факторы роста

Основные принципы развития крупных компаний в 80-е годы прошлого столетия – экономия, гибкость, маневренность – во второй половине 80-х годов сменились новой парадигмой развития, она характеризуется ориентацией на экспансию и рост; и наиболее полно воплотилась к началу XXI в., когда на экономической арене появились супергиганты. Теперь основными игроками на рынке слияний и поглощений являются крупные ТНК. Объеди-

няясь и поглощая своих соседей, они концентрируют в своих руках экономическую власть, становятся способными оказывать влияние не только на отдельные рынки, но и на деятельность отдельных государств [17, 28].

Сделки между авиапроизводителями «Boeing» и «McDonnell Douglas», автомобилестроительными концернами «BMW» и «Rover Group», «Daimler-Benz» и «Chrysler», нефтяными компаниями «British Petroleum» и «Amoco», «Mobil» и «Техасо», финансовыми институтами «Morgan Stanley» и «Dean Whittier Discovery», аудиторскими формами «Coopers&Lybrand» и «Pricewaterhouse», а также между крупными компаниями многих других отраслей подтверждают этот тезис.

Одним из факторов формирования ТНК (а следовательно, и инициации сделок M&A) в последний период явились достижения в сфере телекоммуникаций. Если в начале столетия одним из основных стимулов слияний и поглощений было сокращение транспортных расходов, то последняя волна конца 90-х гг. была обусловлена прежде всего снижением стоимости телекоммуникационных услуг, а также достижениями в области информационных технологий. Снижение оперативности обмена информацией и, как следствие, управляемости при достижении определенного размера тормозило дальнейший рост ТНК. С появлением таких информационных технологий, как электронная торговля и электронный документооборот, границы роста значительно расширились. Дешевая и эффективная сеть коммуникаций позволяет фирмам размещать различные составляющие производств в разных странах, сохраняя при этом прямые организационные и информационные контакты, непосредственное управление товарными и финансовыми потоками.

Кроме того, современные информационные технологии уменьшили необходимость физических контактов между производителями и потребителями и позволили некоторым услугам (которые ранее невозможно было продать на международных рынках) стать объектом торговли. При этом значительно (в разы) сократились издержки обслуживания оборота товаров и услуг.

3.2. Высокие темпы роста

Характеризуя последний (пятый) этап развития мирового рынка M&A, следует отметить более высокие темпы роста его объемов, которые несколько снизились в 2000 г. и упали в 2001 г. (см. рис. 3.4).

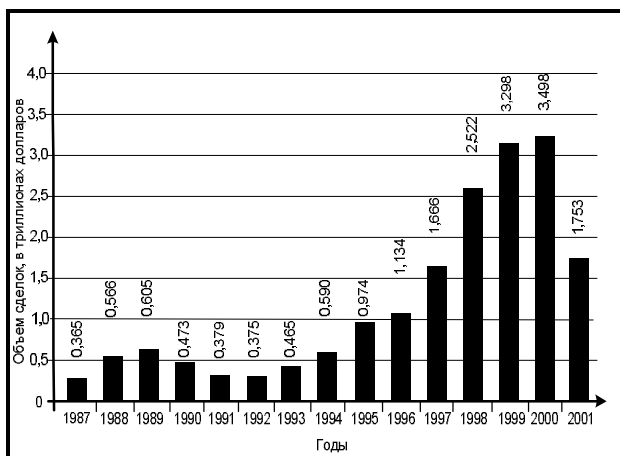


Рис. 3.4. Динамика мирового рынка M&A⁴

Средний темп роста мирового объема сделок по слияниям и поглощениям составлял в период с 1990 по 1998 г. 31%, при этом количество сделок росло за этот период со средней скоростью 13% ежегодно. Средняя стоимость сделки увеличивалась с 1991 по 1998 г. в среднем на 22% в год [35]. В 2001 г. объем мирового рынка слияний и поглощений упал на 50% по сравнению с предыдущим рекордным 2000-м годом и составил 1753 млрд. долл. Это падение обусловлено слабой конъюнктурой рынка, низкими биржевыми курсами, а также повышением активности террористических организаций.

Резкое падение числа и общего объема сделок M&A в 2001 г. сменялось значительным подъемом в 2002-2003 гг. В 2006 г. (по данным «Bloomberg») на мировом рынке M&A осуществлено сделок на сумму более 3,1 трлн. долл. По данным других источников («Tomson Financial Securities»), объем сделок в этом же году составил более 3,5 трлн. долл. В обоих случаях экспертные агентства сходятся в том, что 2006 г. является рекордным по активности процессов M&A и превзошел результат 2000 г.

Основой для нынешнего бума слияний стало сочетание нескольких факторов. С одной стороны, беспрецедентный рост фондового рынка США в последнем десятилетии XX в. позволил американским фирмам воспользоваться эффективными инвестиционными вложениями прошлых лет, то есть достаточно легко получить денежные средства через дополнительное размещение своих акций (если сделка слияния и поглощения оплачивается наличными) или договориться с акционерами другой фирмы о приемлемом коэффициенте обмена (если сделка происходит путем обмена акций одной фирмы на акции другой). С другой стороны, мировой финансовый кризис поставил многие фирмы (не только азиатские и латиноамериканские, но и американские и европейские, которые были тесно связаны с emerging markets⁵) в тяжелое положение, и их акционеры и менеджеры готовы были присоединиться к более успешному конкуренту, чтобы избежать возможного банкротства.

В Европе также действуют две тенденции. С одной стороны, единый европейский рынок позволяет использовать эффект масштаба, что дает мощный дополнительный импульс к укрупнению фирм. С другой стороны, по мере становления единого экономическо-

го пространства происходит усиление конкуренции, что вынуждает многие европейские конгломераты отказываться от непрофильного бизнеса, чтобы сосредоточиться на основном. Данные тенденции дополняются притоком денег от институциональных инвесторов, прежде всего американских.

Процесс слияний обладает также способностью к самоускорению.

- Во-первых, он дает толчок росту аутсорсинга из-за неудачных попыток слияния.
- Во-вторых, возрастает число консультантов, специализирующихся на оказании содействия процессу слияния, которые, в свою очередь, раскручивают популярность слияний подобно маркетинговой компании – тем самым обеспечивая себе будущее.

Весьма важным является эффект «присутствия на рынке», который заставляет компании заключать союзы по всему миру. Например, повсеместное присутствие таких общественных марок, как «Кока-кола», «Адидас», «Сони» и т.п. дает их владельцам огромные рекламные преимущества. Кроме того, конкурирующие олигополисты стремятся не отстать от конкурентов по показателю доли на рынке: этот индикатор (по мнению многих из них) важен для обеспечения лидерства и преимуществ в конкурентной борьбе.

Высоким темпам роста рынка способствует и многогранность современной экономической жизни, обуславливающая разнообразие мотивов, инициирующих сделку. В многочисленной литературе, посвященной этому вопросу, выделяется обычно более 10-15 различных мотивов сделки, как явных, так и скрытых (нетранспарентных⁶). Иногда сделка инициируется несколькими мотивами, при этом мотивы различных участников сделки могут не совпадать и приводить к корпоративным войнам, агрессивному характеру сделок и т.д.

Огромную роль в нынешней волне слияний играют прогрессирующая глобализация мировой экономики и ускорение технического прогресса, особенно на отдельных участках экономической деятельности.

3.3. Снижение доли недружественных сделок M&A

Во многих случаях слияния и поглощения проводятся по взаимному согласию между высшим управленческим персоналом обеих компаний. Однако не редка и практика враждебных слияний, при которых руководящий состав приобретаемой компании не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мер. В настоящее время наблюдается значительное снижение объемов враждебных слияний и поглощений в мире (рис. 3.5)⁷.

⁴ Источник: Tomson Financial Securities, Morgen Stanley Dean Witter Research

⁵ emerging markets – новые, появляющиеся рынки.

⁶ См. подробнее о мотивах сделок в работах Пирогова А.Н. [33], Савчука С.В. [38], Корсака А.Б. [24], Ионцева М.Г. [20], Молотникова А.Е. [29]; из иностранных авторов – Рид С.Ф., Лажу А.Р. [9, 36].

⁷ Источник: UNCTAD, cross-border V & As database

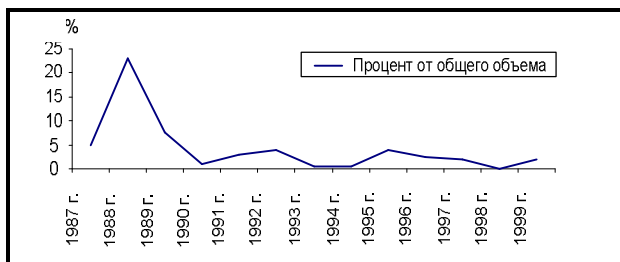


Рис. 3.5. Доля враждебных транснациональных слияний и поглощений в 1987-1999 гг. (% от общего объема сделок)

Существует множество технологий реализации враждебной сделки M&A. В том случае, если предприятие-цель представляет собой акционерную компанию, предприятие-поглотитель в обход менеджеров обращается непосредственно к акционерам «целевой» фирмы (фирмы-мишени) или не обращается вовсе.

Можно выделить два возможных способа враждебного поглощения компании, предполагающих работу с ее акционерами.

1. Прямое предложение о покупке контрольного пакета, или, иначе говоря, тендерное предложение акционерам компании (наиболее распространенный вариант).
2. Борьба «за доверенности» (предполагает получение права голосования чужими акциями, т.е. голосования по доверенности). В этом случае пытаются найти поддержку среди определенной части акционеров целевой компании на очередном ежегодном акционерном собрании; получение доверенности на голосование обычно обходится дорого.

Менеджеры компаний, сопротивляясь предполагаемому поглощению, могут преследовать две цели:

- предотвратить поглощение в принципе. Это происходит, когда менеджеры боятся, что в новой компании им не удастся сохранить свое должностное положение или даже работу;
- заставить покупателя заплатить высокую цену за поглощение компании.

При захвате более или менее успешной компании, особенно при сопротивлении менеджеров, значительную долю средств приходится выплачивать в качестве премии акционерам за утрату контроля. В большинстве случаев размер премии колеблется от 20 до 40% «справедливой» рыночной цены компании. В некоторых случаях для смягчения противоречий между компаниями менеджерам поглощаемых фирм предоставляются так называемые золотые парашюты, т.е. изрядные выходные пособия на случай потери ими работы в результате поглощения. Чаще всего эти пособия выплачиваются поглощающей компанией, но иногда и акционерами целевой фирмы, чтобы менеджеры не мешали сделке ее поглощения. Порой такие пособия могут достигать крупных размеров: например, акционеры фирмы «Revlon» предложили президенту компании 35 млн. долл. В результате, учитывая премии акционерам и суммы, затрачиваемые на выплату управленческой команде «золотых парашютов», расходы на захват компании могут оказаться чрезмерными. Колоссальные средства, вкладываемые в проекты поглощений, зачастую приводят лишь к уничтожению собственности акционеров поглощающей компании.

Следует особо отметить, что рассматриваемая область бизнеса связана не только с высокой доходностью, но и с очень высокими рисками. Как уже указывалось, $\approx 2/3$ общего числа сделок M&A оказываются в конечном счете убыточными и приводят к продаже ра-

нее приобретенных компаний, а то и закрытию собственного бизнеса [4, 9]. Высокая стоимость реализации недружественных сделок M&A на западных рынках обусловлена высокими штрафами за нарушения регламентирующих норм, а также значительными компенсациями за урегулирование конфликтов, обуславливает тот факт, что экономическая целесообразность в их осуществлении постепенно исчезает, поскольку понесенные затраты могут превысить ожидаемый синергетический эффект. Это и определило нисходящую динамику графика на рис. 3.5.

3.4. Активизация сделок по слиянию и поглощению в странах Восточной и Центральной Европы, а также в России

В настоящее время большое количество иностранных фирм усиливает свое присутствие в Восточной и Центральной Европе в связи с ужесточением конкуренции на национальных рынках и общим ухудшением конъюнктуры на Западе. Сделки слияния или поглощения оцениваются ими, во-первых, как возможность быстрого выхода на рынок и, во-вторых, как альтернатива трудно реализуемой стратегии развития собственными силами в странах, где большинство вопросов решаются благодаря личным связям и в соответствии с неписаными законами (к которым, несомненно, относится и Россия).

Тенденция роста общего числа зарегистрированных сделок M&A наиболее явно выражена в девяти европейских странах – Болгария, Хорватия, Чешская Республика, Венгрия, Польша, Румыния, Россия, Словакия и Словения (839 в 2001 г., 968 в 2002 г. и 1 103 в 2003 г.), что представлено на рис. 3.6.

Хотя в Чешской Республике, Венгрии и Польше общее число сделок в последний период уменьшилось, однако средняя величина в девяти странах поднялась до 39,1 млн. долл., в то время как она составляла 21,7 млн. долл. в 2002 г. Отметим, что средняя величина сделки в 2003 г. на мировом рынке возросла до 52 млн. долл.

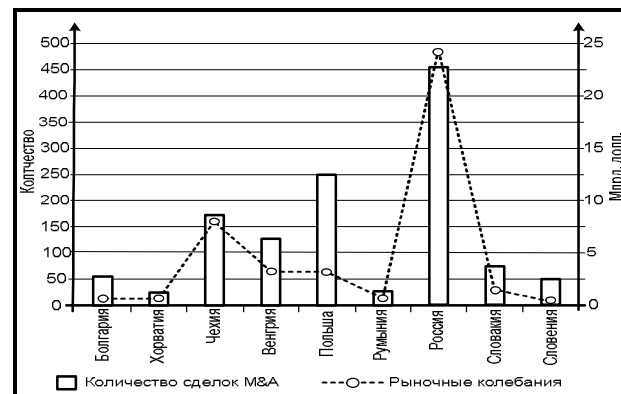


Рис. 3.6. Количество сделок M&A и их рыночная стоимость в 2003 г. в европейских странах и в России

Суммарная рыночная стоимость сделок в этих девяти странах равна 38,6 млрд. долл., что более чем в два раза больше результата 2002 г. (17,7 млрд. долл.). Этот рост в большей степени обусловлен тенденциями на российском рынке M&A, где были совершены несколько очень крупных сделок (суммарный объем сделок стоимостью свыше 100 млн. долл. составил 15,4 млрд. долл. – по сравнению с 3 млрд. долл. в 2002 г. Диаграмма на рис. 3.6. дает сравнительную

картину общего объема сделок (в млн. долл.) и их количества по каждой из рассматриваемой группы стран.

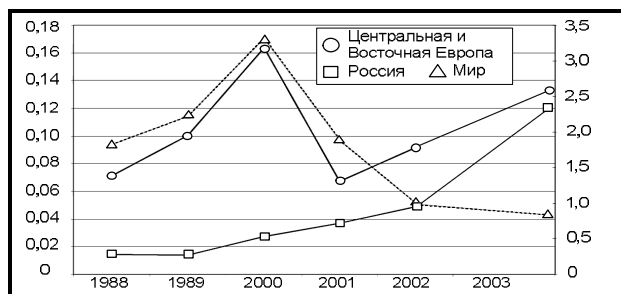


Рис. 3.7. Сравнительная динамика рынка M&A в странах Центральной и Восточной Европы, России (левая шкала) и в мире (правая шкала), трлн. долл.

Графики на рис. 3.7 характеризуют динамику этих же показателей за период 1998-2003 гг. для стран Центральной и Восточной Европы, в мировой экономике в целом и отдельно для России. Как это следует из графиков, за последние годы страны Центральной и Восточной Европы и (в особенности) Россия характеризуются возрастающей тенденцией развития рынка M&A.

В связи с этим анализ и обобщение многочисленных зарубежных исследований, посвященных теме слияний и поглощений [9, 40, 41, 42, 44, 45], не только повышает интерес к данной проблеме в российских условиях, но и способствует адаптации имеющегося опыта, а также увеличению степени обоснованности принятия решений в этих сделках.

4. ОСОБЕННОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ

Российский рынок M&A можно отнести к молодым, появляющимся (emerging) рынкам, который переходит в стадию развивающегося (developing) рынка. О незрелости российского рынка свидетельствуют и невысокая доля, занимаемая им на мировом рынке M&A, и сравнительно с другими странами небольшая доля сделок M&A в ВВП России (табл. 4.1).

Таблица 4.1

ДАННЫЕ ПО РОССИЙСКОМУ РЫНКУ M&A

Показатели	2004	2005
Количество сделок	1 180	1 365
Объем рынка	26,7 млрд. долл.	59,1 млрд. долл.
Средняя цена сделки	22,6 млн. долл.	43,3 млн. долл.
Доля рынка в ВВП	4,6%	6,9%
Отраслевая характеристика	32% стоимостного и 6% количественного объема рынка занимают сделки в металлургической отрасли	
Доля в мировом рынке	1,27%	1,67%

Однако динамичность этого рынка делает актуальным его изучение как в контексте мировых процессов, так и с целью выявления его особенностей. По динамичности рынка, по суммам и объемам сделок M&A, по их активности и агрессивности Россия превосходит многие страны, опережая даже интенсивно развивающиеся государства Восточной Европы [35]. Высокие темпы ди-

намики роста числа и объемов российских сделок M&A стали в известной степени неожиданностью для многих аналитиков: в середине 90-х годов как наиболее вероятные прогнозировались сделки лишь по поглощению российских компаний иностранными, однако распространенными являются сделки M&A между отечественными фирмами, а что касается «интернациональных» сделок, то к 2003 г. число сделок по иностранным и российским поглощениям выровнялось (табл. 4.2).

Анализ структуры российского рынка M&A свидетельствует о том, что по темпам роста за период 1999-2002 гг. лидирующими по числу сделок являются внутророссийские слияния и поглощения (индекс роста 2,22), наименее растущими – поглощения российских компаний иностранными (индекс 0,66). Однако по объему сделок – картина другая: наиболее растущими являются поглощения иностранных компаний российскими (индекс 65,45), наименее растущими – внутророссийские слияния и поглощения (индекс 2,142), что обусловлено недостаточностью капитала у российских фирм и их стремлением к его увеличению за счет иностранных партнеров [55]. В целом же российский рынок в два раза более динамичен по объему, нежели по числу сделок (средние индексы за рассматриваемый период составляют 3,583 и 1,78 соответственно).

На страницах деловых изданий и других СМИ активно обсуждаются проблемы слияния таких крупных компаний как ЮКОС и Сибнефть, ТНК и ВР. Каждый месяц в России происходит 20-30 крупных сделок, а относительно мелкие слияния и поглощения (менее чем 5 млн. долл.) вообще не принимаются в серьезное рассмотрение. Анализ свидетельствует о нарастающей динамике развития данного процесса, что делает вопросы его изучения интересными не только в теоретическом, но и в практическом значении.

Так же, как и во всем мире, динамика российского рынка M&A характеризуется неравномерностью темпов роста, которая обусловлена теми же факторами, которые определяют неравномерность развития и мирового рынка в целом (структурные изменения, промышленные кризисы и подъемы, всплеск инфляции и т.д.).

В российских условиях можно выделить две волны в развитии этого рынка.

- Первая волна сделок M&A была инициирована необходимостью выживания предприятий в период финансового кризиса 1998 г., девальвации, удешевления активов компаний, переключения спроса на внутреннее потребление и т.д. (импортозамещение).
- Вторая волна, на гребне которой находится российский бизнес в настоящее время, обусловлена фазой экономического подъема российской экономики, сверхблагоприятной ценовой конъюнктурой на мировом нефтяном рынке и большими доходами от экспорта. Компании отраслей ТЭК сосредоточили в результате своей деятельности большой потенциал инвестиционных ресурсов, который они стремятся реализовать как в других отраслях отечественной промышленности, так и на мировом рынке, что приводит к тенденции централизации капитала путем осуществления сделок M&A. Пионерами в области сделок M&A были нефтяные и металлургические предприятия России, однако сейчас эти сделки осуществляются и в других сферах народного хозяйства:
 - в пищевой промышленности;
 - в отраслях телекоммуникации и связи и др.

Таблица 4.2

ДИНАМИКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В РОССИИ В 1999-2003 гг.⁸

Показатели	1999		2000		2001		2002		2003 1-е полугодие		Индекс роста 2002/1999	
	Объем сделок, млн. долл.	Число сделок	Объем сделок, млн. долл.	Число сделок	Объем сделок, млн. долл.	Число сделок	Объем сделок, млн. долл.	Число сделок	Объем сделок, млн. долл.	Число сделок	Объем сделок, млн. долл.	Число сделок
Внутрироссийские слияния и поглощения	1 203,8	75	508,3	134	1 899,3	199	2 578,9	217	2 462,93	167	2,142	2,22
Поглощение российских компаний иностранными	167,2	33	2 111,9	60	1 318,6	43	1 825,8	41	2 022,2	22	12,09	0,66
Поглощение иностранных компаний российскими	6,9	11	105,7	17	463,6	25	504,4	33	451,62	23	65,45	2,09
Всего слияний и поглощений	1377,9	119	2 725,9	211	3 681,5	267	4 909,1	291	4 936,75	212	3,583	1,78

⁸ Исключены сделки по приватизации. Источник: Dialogic 2003. Завершенные сделки с 1 января 1997 г. по 16 июня 2003 г.

Таблица 4.4

**ПРИМЕРЫ НЕДРУЖЕСТВЕННЫХ СДЕЛОК НА
РОССИЙСКОМ РЫНКЕ M&A**

Примеры враждебных сделок M&A	Методы силового поглощения
1. Крупный региональный машиностроительный завод	Создание системы двойного менеджмента, использование определений судов общей юрисдикции по искам акционеров для осуществления попытки силового захвата предприятия
2. Один из крупнейших в России нефтеперерабатывающих заводов	Создание системы двойного реестра, появление двух составов акционеров и двойного менеджмента
3. Ведущее предприятие алюминиевой промышленности	Многочисленные аресты акций и манипуляции с реестром, совершившиеся на основании сомнительных определений судов, вынесенных в обеспечение исков миноритарных акционеров. Использование силовых методов захвата контроля над предприятием
4. Ряд ведущих предприятий целлюлозно-бумажной и лесной промышленности	Попытки создания системы двойного менеджмента и двух советов директоров, попытки захвата предприятия с использованием силовых методов на основании определений различных судов по искам миноритарных акционеров. Попытки создания системы двойного реестра и списания акций со счетов законных владельцев с их последующей продажей якобы добросовестным приобретателям
5. Крупное московское предприятие пищевой промышленности	Создание системы двойного менеджмента, длительное противостояние противоборствующих сторон с использованием силовых методов и обеспечительных определений различных судов по искам акционеров
6. Одно из дочерних предприятий крупной нефтяной компании	Создание системы двойного менеджмента и двух советов директоров, попытки захвата предприятия новой командой менеджеров с использованием силовых методов на основании определений различных судов по искам миноритарных акционеров
7. Ряд ведущих пивоваренных заводов и компаний, производящих безалкогольные напитки	Достижение практически полного паралича деятельности компаний посредством многочисленных определений различных судов, выносимых в обеспечение исков акционеров предприятия. В соответствии с данными определениями менеджменту компаний запрещалось совершать какие-либо действия, на активы компании налагался арест и т.д.
8. Один из крупнейших в России ликероводочных заводов	Создание системы двойного менеджмента, длительное противостояние противоборствующих сторон с использованием силовых методов и обеспечительных определений различных судов по искам акционеров
9. Крупный региональный производитель масложировой продукции	Изъятие реестра акционеров у регистратора, совершенное с использованием силовых методов, на основании определений судов общей юрисдикции по искам акционеров. Попытка создания системы двойного реестра и двух составов акционеров

В табл. 4.4 приведены примеры враждебных сделок M&A, осуществляемых силовыми методами (источник: Tax Consulting U.K. Audit & Accounting). По этическим соображениям названия предприятий не приводятся.

Анализируя российский рынок сделок M&A, можно отметить, что для него характерна высокая доля недружественных (враждебных) слияний и поглощений, мотивами которых являются монопольные или налоговые мотивы, мотивы продажи компании «вразброс», личные мотивы менеджеров, стремление их повысить статусный уровень компании за счет передела собственности и др.⁹

В табл. 4.3 приведены данные за 2005 г. по наиболее крупным объявленным корпоративным конфликтам в сделках M&A в отраслевом разрезе.

Таблица 4.3

**ПУБЛИЧНЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ
ПО ОТРАСЛЯМ ЗА 2005 г.**

ОТРАСЛЬ	Конфликты, начавшиеся в 2005 г.		Текущие конфликты		Конфликты, завершённые в 2005 г.	
	кол-во	млн долл.	кол-во	млн долл.	кол-во	млн долл.
Машиностроение	9	215,0	11	239,0	2	20,0
Деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	4	338,5	4	388,5	1	20
Строительство	9	540,0	6	624,0	8	524,0
Химическая промышленность	3	508,0	6	486,0	1	100,0
ТЭК	5	1166,0	5	1195,0	3	276,0
Транспорт	4	285,0	4	49,0	4	294,0
Сельское хозяйство и пищевая промышленность	2	172,0	4	191,0	2	40,0
Металлургия	3	213,0	4	233,0	2	37,0
Телекоммуникация	3	584,8	3	584,8	-	-
Другие	7	196,0	6	167,0	3	145,0
Итого	48	4218,3	53	4157,3	26	1456,0

Лидерство принадлежит отраслям ТЭК, строительству и химии. Фактически корпоративными конфликтами охвачены все значимые отрасли российской экономики; причем с учетом конфликтов скрытых, а также малых по стоимости, но многочисленных по числу участвующих в них предприятий, масштабы этого охвата впечатляющи¹⁰. К этим масштабам следует присовокупить присутствие на рынке M&A специализированных рейдеров, осуществляющих силовой захват предприятий [24, 25], активную разработку и быстрое распространение новых технологий захвата, имеющих внешне законную форму [20, 26, 31], несовершенство законодательных норм регулирования этого рынка, присутствие на нем значительного коррупционного ресурса и т.д.

⁹ В зависимости от отношений управленческого персонала компании к сделке различают характер M&A:

- дружественное – при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой фирмы поддерживают эту сделку;
- враждебное – при которых у руководящего состава фирмы имеются антагонистические позиции по отношению к готовящейся сделке по их слиянию.

В последнем случае взаимодействие между фирмами приобретает характер так называемых корпоративных войн; целевая компания (компания-мишень) осуществляет ряд противозахватных, а приобретающая – атакующих мероприятий. Как правило, ареной войны является рынок ценных бумаг – акций, на котором осуществляется скупка – продажа «воюющих» компаний.

¹⁰ По данным экспертов Российского союза промышленности и предпринимателей, в 2005 г. в России было возбуждено 346 уголовных дел по силовым захватам и недружественным поглощениям [24].

В то же время большое число неэффективно работающих российских предприятий обуславливает тот факт, что основным мотивом сделок часто выступает также стремление к повышению качества управления, устранение неэффективности производства, финансовая экономия за счет снижения транзакционных издержек и др.

Еще одной отличительной особенностью российского рынка является его территориальная неравномерность. Подавляющее число сделок M&A осуществляется в центральных регионах и мегаполисах, где сосредоточена основная масса капитала и активность бизнеса наиболее высока; главным образом это Москва, Петербург, а также индустриальные города Сибири и Урала. Процесс перехода собственности от одного владельца к другому в результате таких сделок является одним из основных аспектов развития современного городского бизнеса, так как в нашей стране наиболее надежная гарантия вложенного капитала – это участие инвестора в управлении предприятием. Немаловажным является также тот факт, что деловая активность в городах (и особенно мегаполисах) несопоставимо выше: здесь есть все предпосылки для интенсивной реализации процессов взаимодействия всех рыночных субъектов (фирм, банков, администрации органов регионального управления), сосредоточенных и плотно размещенных на ограниченной территории.

К сожалению, в крупных российских городах (мегаполисах) существуют объективные предпосылки именно для недружественных поглощений и, прежде всего, из-за постсоветской структуры размещения в них производства (не говоря уже об особенностях менталитета руководителей отечественных предприятий и региональных администраций). Большинство промышленных предприятий, дислоцированных в крупных городах и переживших распад плановой экономики, имеют следующие характерные черты, которые еще более обостряют ситуацию, создавая почву для недружественных захватов в городе [15, 23, 24].

1. Значительные территориальные излишки. Устаревшие технологические процессы не обеспечивают современный уровень прибыли с единицы площади, занимаемой производственным оборудованием.
2. Недостаточно высокая норма прибыли, сопоставимая с реальной рыночной ценой занимаемой земли, особенно в центральных частях крупных городов.
3. Сдача предприятиями в аренду (субаренду) значительной части недвижимости и земли. Объем выпускаемой продукции снижается, ухудшаются основные экономические показатели бизнеса в целом. Управляющий менеджмент отдельных предприятий не в состоянии (да и не заинтересован) самостоятельно реформировать существующее производство. При этом нередко (например, в Москве) на всю территорию предприятия распространяются льготы как на земли промышленного назначения, что искусственно поддерживает иллюзию конкурентоспособности производимой продукции.
4. Недооцененность стоимости акционерного капитала из-за отсутствия в настоящее время сформировавшегося рынка купли-продажи земли. На момент акционирования земельный ресурс не был учтен.
5. Отсутствие консолидации промышленности, наличие большого числа мелких и средних акционерных обществ, невнятная дивидендная политика, пробелы в истории акционирования и приватизации, слабо организованная финансово-хозяйственная и договорная деятельность и т.д.

В настоящее время в скупке предприятий активно участвуют профессиональные рейдерские структуры,

делающие свой бизнес на спекуляциях с недвижимостью. Очень высокая рентабельность проектируемых сделок (по оценке, приводимой в работе [24], от 500% до 1000%) зачастую приводит к нарушениям правового и налогового законодательства, применяются недобросовестные и безответственные технологии «оптимизации» налогообложения и т.п. В свою очередь высокая доходность располагает финансовые и строительные корпорации к занятию корпоративными войнами и лжеинвестированием с целью захвата дорогостоящей недвижимости, невзирая на налаженный бизнес, незавершенные научные разработки и судьбу персонала скупаемых компаний. Новый собственник, заинтересованный либо в размещении наиболее эффективных бизнесов, либо в коммерческом использовании недвижимости, сворачивает текущую деятельность предприятия, увольняет работников. Распродает (или просто выбрасывает) технологическое оборудование, неся при этом определенные затраты [15, 23]. В работе [15] формулируется парадокс современного российского мегаполиса, который заключается в том, что недвижимость с бизнесом, даже рентабельным, в мегаполисах стоит дешевле, чем недвижимость без бизнеса. Таким образом, зачастую целью слияний и поглощений M&A в крупных городах является не бизнес и возможности повышения его эффективности и конкурентоспособности, а как раз совсем наоборот – его ликвидация. Эта ситуация усугубляется отсутствием четкой и определенной позиции государства в отношении сделок M&A, несовершенством законодательной базы, коррумпированностью чиновников и консервативным образом мышления старого директорского корпуса, сохранившегося со времен советских предприятий, который уверен, что «земля – это бесплатно». Однако в последнее время ситуация существенно улучшилась благодаря мероприятиям по регулированию рынка M&A: как со стороны органов государственного управления этим рынком (например, в г. Москве [24, 34]), так и со стороны законодательных структур (в последнее время готовятся законы, препятствующие развитию рейдерства)¹¹.

Важной особенностью современного этапа развития российского рынка M&A является усиление на нем государственного присутствия.

Оно выражается не только в экономико-правовом регулировании рассматриваемого рынка и создании соответствующих экономических механизмов. Государство может являться и часто фактически является непосредственным и полноправным участником сделки M&A. Такая форма присутствия на этом рынке ведет к формированию государственного сектора в экономике, к развитию экономики смешанного типа на основе сочетания государственного и частного капитала. Какова адекватная доля такого участия государства для того, чтобы этот рынок оставался эффективным – вопрос достаточно сложный. Используя математическую терминологию, здесь имеется область нелинейных зависимостей. Повидимому, с увеличением государственного присутствия общественная эффективность вначале растет (за счет сокращения числа нелегитимных и враждебных сделок и снижения величины вызванного ими ущерба), а затем, достигнув максимума, начинает убывать (за счет снижения экономических мотиваций и излишней

¹¹ См. текст законопроекта [46], а также работу [26].

«зарегулированности» рынка). В последнее время (2005-2007 гг.) тенденция непосредственного участия государства в сделках M&A в ключевых отраслях российской экономики становится все более отчетливой. Об этом свидетельствуют следующие примеры.

Государство приобрело основную часть добывающих активов у частной компании «Юганскнефтегаз» и передало их государственной компании «Роснефть», укрепив позиции в нефтяном бизнесе.

Государство получило блокирующий пакет акций «Газпрома», вернув сданные ранее в трастовое управление 35% акций, тем самым обеспечив себе контроль за газовым сектором рынка углеводородного сырья. Используя далее Газпром как полномочного представителя своих интересов на этом рынке, государство выкупило у консорциума «Сахалин Энерджи» (состоящего из «Shell», «Мицуи» и «Мицубиси») часть его акций, достаточную для получения блокирующего пакета акций.

Аналогичные сделки осуществляются не только в нефтяной, но и в других отраслях. Так, государство в лице Рособоронпрома выкупило автозавод (г. Тольятти), и др.

Насколько проводимые мероприятия окажутся эффективными – покажет время.

Важной особенностью российского рынка M&A является выход российских компаний на мировой рынок M&A. Как уже указывалось, эта тенденция оказалась для аналитиков неожиданной: ее появление прогнозировалось в более поздние сроки. Если раньше в основном иностранные компании поглощали российские предприятия, то в последние годы (начало XXI в.), наоборот, российские фирмы активно выступают инициаторами поглощений. Примерами могут служить:

- компания «Северсталь», которая хотя и не заключила контракт с «Анселором», но вяла «реванш», заключив сделку M&A с американской компанией, производящей броневую сталь;
- «Газпром», который выкупил акции фирм «Shell» и «Mitsubishi», входящих в консорциум «Сахалин Энерджи»;
- «Русал» и «Суал», объединившись, приобрели швейцарскую алюминиевую компанию;
- «Алроса» приобрела алмазную компанию в Намибии и т.д.

Позитивной тенденцией, наблюдающейся в последние годы на российском рынке M&A, является легитимизация сделок, о чем свидетельствует:

- уменьшение числа рейдерских захватов;
- изменение их характера (они все реже носят характер силовых захватов);
- увеличение числа корпоративных конфликтов, решаемых с помощью судебных процедур (причем все больше – в пользу истца) [4, 24].

Российский рынок M&A является менее развитым, чем в Западной Европе, Японии (и тем более в США), и с точки зрения инструментального его обеспечения, что обусловлено как относительной незрелостью рыночных отношений в России, так и общеэкономической и политической нестабильностью в стране. Как уже упоминалось, проведение сделок M&A требует привлечения значительных денежных средств, что под силу лишь крупнейшим предприятиям, количество которых в России невелико. Такие широко используемые на Западе платежные инструменты, как акции и опционы, в подобных сделках пока не нашли широкого применения в силу нестабильности российского рынка ценных бумаг. Тормозящим фактором является также отсутствие опыта стратегического планирования в данной области. Редкие компании имеют среднесрочные планы развития, а инвестирование при слияниях и поглощениях требует бо-

лее длительного срока окупаемости. При планировании и разработке инвестиционной стратегии возможность рыночной экспансии с помощью слияний и поглощений как потенциальной цели развития фирмы рассматриваются далеко не всегда. Не разрабатываются интеграционные стратегии. Однако многие эксперты дают оптимистичные оценки перспективам дальнейшего развития российского рынка M&A. Увеличение стабильности, прежде всего политической, позволит компаниям расширить горизонт планирования, а также накопить средства для последующего инвестирования.

Завершая анализ особенностей российского рынка M&A, следует отметить, что процесс осуществления этих сделок существенно отличается от общемировой практики. Здесь не редкость произвол в действиях административных властей, манипулирование судебными органами и законодательством, коррупция и подкуп чиновников, использование «теневых» и криминальных методов борьбы с конкурентом и т.д. Тем не менее, тренд в развитии данного сектора бизнеса (как и экономики России в целом) состоит в постепенном переходе к общепризнанным цивилизованным методам.

5. МЕСТО И РОЛЬ ЗАДАЧ СОГЛАСОВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИНТЕРЕСОВ УЧАСТНИКОВ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Проведенный в предыдущем разделе работы анализ особенностей российского рынка M&A свидетельствует о положительной динамике рассматриваемых интеграционных процессов и движению их к цивилизованным формам рынка. Немалую роль в этих процессах выполняют государственные органы, призванные осуществлять контроль за сделками, регулирование рынка M&A и совершенствование законодательных норм, регламентирующих поведение предприятия на этом рынке, общая предпринимательская культура участников рынка и т.д. Важное значение в ряду перечисленных факторов, по мнению автора, приобретает и создание методической базы по обоснованию сделок M&A и, в частности, разработка концептуальных и организационно-экономических основ согласования экономических интересов предприятий – участников этих сделок.

Роль и востребованность задач согласования интересов предприятий будет возрастать по мере увеличения на российском рынке M&A доли дружественных сделок. Как свидетельствует опыт развития зарубежных рынков M&A, большинство из них прошло стадию агрессивных интеграционных процессов, о чем свидетельствует представленный на рис. 2.3 график доли враждебных M&A, имеющий затухающую динамику. Российский рынок M&A находится лишь в начальной стадии затухания агрессивных интеграционных процессов, однако темпы роста доли дружественных сделок достаточно устойчивы.

Востребованность задач согласования интересов участников в сделках M&A определяется также и тем многообразием целей, мотивов и задач, которые имеются у предприятий, планирующих будущую сделку [33, 38]. Несовпадение или даже острый конфликт экономических интересов – типичная ситуация, с которой они сталкиваются на первых стадиях переговоров. При этом судьба сделки непосредственно связана с тем, насколько успешно будут решены вопросы разрешения имеющегося конфликта и поиска компромиссного решения [26].

Понятие интереса (и экономического интереса, в частности) является дискуссионным. Специалист по гражданскому праву В.П. Грибанов дает следующее определение: «Интерес – осознанная потребность, необходимость, принявшая форму сознательного побуждения, мотива поведения». В этом определении интерес непосредственно увязывается с мотивами деятельности некоего рассматриваемого субъекта. В экономическом аспекте применительно к предприятию данное определение может быть конкретизировано с позиций категории прибыли. Прибыль предприятия (как его экономический интерес) представляет собой осознанный и необходимый результат его деятельности, обеспечивающий цикл воспроизводства и дальнейшего развития предприятия. Formой проявления этого интереса может быть стремление предприятия к увеличению доли рынка, расширению спроса, более эффективному использованию ресурсов и т.д. [28].

В Толковом словаре В. Даля интерес непосредственно трактуется в экономическом контексте и увязывается с понятием прибыли. «Интерес – польза, выгода, прибыль, проценты, рост на деньги». И далее: «Интересант – своекорыстный человек, оберегающий только свои выгоды».

В соответствии с классической теорией фирмы экономические интересы предприятия связываются с максимизацией дохода или прибыли (с учетом фактора времени – приведенного чистого дохода) [5]. Современные представления об экономических интересах предприятия состоят в том, что прибыль наиболее адекватно отражает эти интересы на краткосрочном периоде; на среднесрочном перспективе она может быть дополнена (или заменена) показателем объема продаж; а при долгосрочном рассмотрении интересы фирмы, более оправданно соотносить с понятием выживания (не только простого, но и в широком смысле – как сохранение имиджа фирмы, ее статуса, качественных характеристик ее работы) [43]. Так как в сделках М&А долгосрочные перспективы трудно просматриваются (ввиду фактора неопределенности), а в среднесрочной перспективе показатель объема продаж не является универсальной характеристикой, выражающей экономический интерес всех предприятий (см., например, [28]), автором выбрано понятие прибыли как наиболее адекватное рассматриваемым интеграционным процессам.¹²

Понятие мотивов является более частным и конкретизированным, нежели понятие экономического интереса. Оно рассматривается автором как результат некоторой структуризации экономического интереса, предполагающей выделение конкретных направлений его реализации (в данном случае – направлений, обеспечивающих увеличение прибыли за счет интеграционных процедур в сделках М&А).

Таким образом, по мнению автора, мотив сделки – это одна из конкретных форм выражения экономического интереса, структурированного как по предметной области (интеграционные процессы в сделках М&А), так и по способам его реализации (возможные пути получения прибыли в рассматриваемой сфере деятельности, допустимой регламентом проведения сделок М&А). Так как таких направлений реализации интереса и получения прибыли в сделках М&А может

быть целое множество, можно говорить о полиформизме понятия экономического интереса.

Важным вопросом в рассматриваемых задачах согласования является анализ мотивов сделки. Этот вопрос особенно сложен, если сделка нетранспарентная, а мотивы – скрытые (причем не только для общест-венности, но и для партнера по сделке). В процессе анализа мотивов сделок М&А автор исходит из следующих предпосылок.

1. Понимание мотива сделки М&А как одной из конкретных форм выражения и достижения основного экономического интереса предприятия в соответствии с вышеприведенными определениями; реализуемость мотивов через интеграцию предприятий, в ходе которой обеспечивается выгода хотя бы одного участника сделки.
2. Идентичность мотивов осуществления сделок как по слиянию, так и поглощению предприятий [33, 39]. Схожесть этих мотивов предопределяется схожестью самих сделок: в экономических реалиях достаточно трудно провести границу между этими видами сделок. Это усугубляется недостаточной четкостью понятийного толкования процедур слияний и поглощений, различием их трактовки в зарубежной и отечественной теории и законодательной практике. Очень часто сделка, начатая как слияние, трансформируется затем в поглощение компаний [39]. В связи с этим сделки М&А рассматриваются в нижеследующем анализе как единое целое.
3. Множественность мотивов сделок М&А. В ходе одной и той же сделки предприятие может руководствоваться несколькими мотивами (как экономического, так и внеэкономического характера). Каждый из участников сделки может характеризоваться собственным набором мотивов для ее осуществления, не совпадающим с набором мотивов партнера по сделке [38].
4. Синергия как доминирующий мотив дружественной сделки [32]. Под синергическим эффектом сделки М&А понимается эффект интеграции компаний, при котором результат от их совместной деятельности превышает сумму результатов их автономного функционирования. Совокупный результат может проявляться в качественной характеристике (появление нового свойства) или в количественной форме (достижение больших значений индикаторов деятельности интеграционного образования). Синергический эффект является синтетическим мотивом, поскольку может быть обеспечен в ряде случаев путем реализации некоторого набора мотивов.
5. Наличие рисков при реализации мотивов сделки М&А. В связи с этим показатель прогнозируемой прибыли следует соизмерить с показателем, измеряющим уровень риска ее неполучения [6, 7, 11, 30].

Хотя задачи согласования интересов экономических объектов относятся к числу классических задач экономической науки [1, 2, 12, 13, 27], они недостаточно хорошо исследованы применительно к сфере процессов согласования и поглощения. Имеющаяся специфика этих задач в данной сфере обуславливает необходимость их особого изучения. Многоплановость, комплексность и сложность процессов М&А обуславливает и разнообразие задач согласования интересов.

Автором разработана типология этих задач (рис. 5.1).

Выделено три основных типа задач.

- Задача **А** – согласование экономических интересов предприятий, применяемая на переговорной стадии и осуществляемая с участием двух или более фирм; подразделяется в зависимости от характера взаимодействий на задачи **А-1** (дружественная М&А) и **А-2** (враждебная М&А).
- Задача **Б** – согласование критериев при оценке альтернатив, применяемая каждым из участников сделки М&А как в ходе переговорных процессов, так и на других стадиях сделки (например, на стадии ее реализации); данная задача предполагает более детализированное и комплекс-

¹² Существуют и другие концепции, характеризующие понятие экономического интереса с позиций институциональной, интеграционной и др. теорий фирмы.

ное описание экономического интереса предприятия (как участника сделки) на основе комплекса критериев.

- Задача В – согласование интересов фирмы в условиях становления рынка, предполагающая использование преимущественно субъективных критериев краткосрочной выгоды в условиях несовершенства законодательных норм; экономические интересы предприятия зачастую подменяются интересами физических лиц [22].

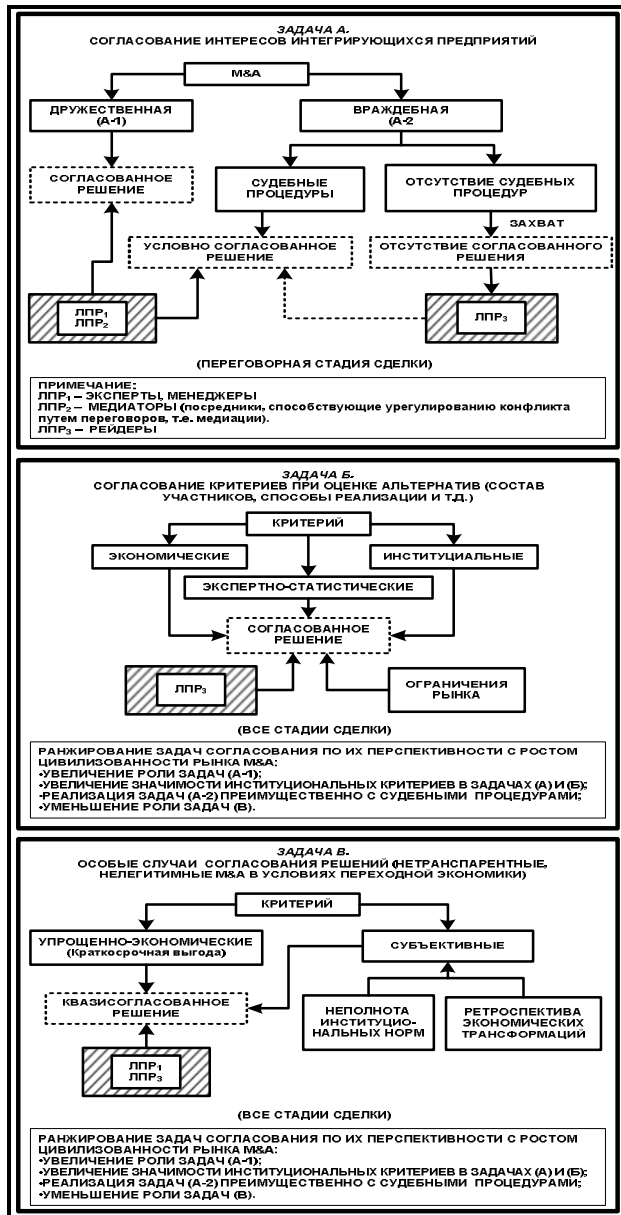


Рис. 5.1. Комплекс задач согласования экономических решений в сделках М&А (в задаче Б и В критерии)

Каждая из рассмотренных задач ориентирована на выполнение определенных функций в процедурах М&А.

Задача А определяет наиболее важные и базовые параметры сделки (величину синергического эффекта, цену сделки, доходы участников и т.д.).

Задача Б имеет особую важность, поскольку она:

- 1) создает информационную базу для различных стадий осуществления сделки (как для предварительно-селекционной и переговорной, так и реализационной);
- 2) формирует информационную поддержку для других задач согласования.

Задача В представляет интерес вследствие ее специфичности: она отражает специфические условия начала российских рыночных реформ, которые сейчас уже стали в значительной степени прошлой историей.

Наиболее перспективными типами задач (с точки зрения будущего развития рынка М&А), по мнению автора, являются задачи А-1 и Б; задачи А-2 будут осуществляться преимущественно с использованием судебных процедур; роль задач В (как своеобразных реликтов) будет исчезающе мала.

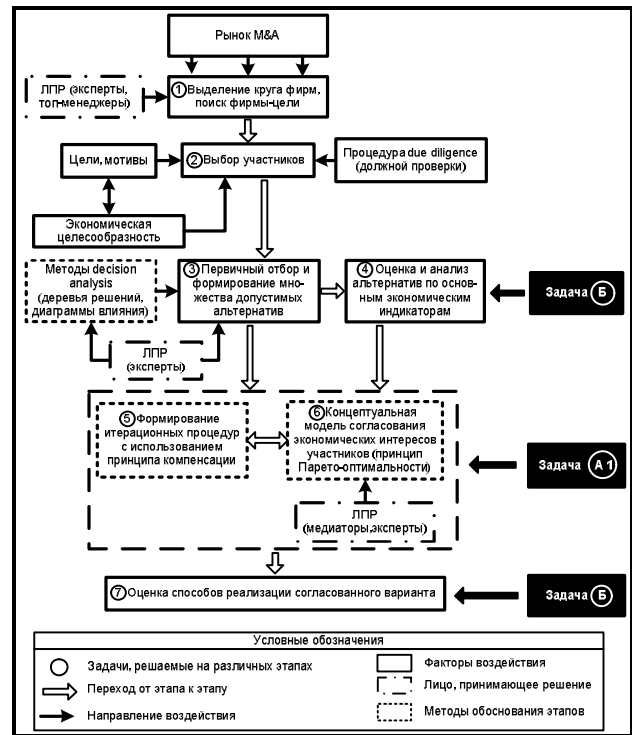


Рис. 5.2. Дружественные М&А: комплекс задач обоснования сделки на различных ее этапах

Следует отметить взаимосвязанность этих задач. На рис. 5.2 представлена схема этапов осуществления дружественной сделки, и использование на ее отдельных этапах различных задач:

- задача А-1 на переговорной стадии;
- задача Б на стадии отбора объектов сделки; оценки альтернатив на переговорной стадии (оценка встречных предложений); оценки вариантов реализации сделки.

В методическом плане взаимосвязанность комплекса рассмотренных задач согласования определяется наличием в них сквозного понятия – альтернативы интеграции. Автором введено понятие альтернативы интеграции в широкой трактовке. Под этим термином могут пониматься различные возможные варианты организации будущей интеграционной структуры, способы осуществления сделок М&А, различные финансово-экономические стратегии ее развития, варианты объединения с различными промышленными и непромышленными объектами и т.д. Данное понятие в задачах согласования решений является аналогом понятия технологического способа, используемого в задачах оптимизации: в любой задаче оптимизации технологический способ является объектом отбора в оптимальный план, при этом он в каждом конкретном случае имеет собственную трактовку в соответствии с условиями поставленной задачи.

Литература

1. Аганбегян А.Г., Багриновский К.А., Гранберг А.Г. Система моделей народнохозяйственного планирования. – М.: Мысль, 1972.
2. Багриновский К.А. Основы согласования плановых решений. – М.: Наука, 1977.
3. Белоусов А.Р. Эффективный экономический рост в 2001-2010 гг.: условия и ограничения. // Проблемы прогнозирования, 2000, № 1.
4. Брагинский О.Б. Все как по теории Дарвина. // Мировая энергетика, 2005, № 1.
5. Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов: теория и практика. – М.: Дело, 2000.
6. Вилисов В.Я. Методы выбора экономических решений. – М.: Финансы и статистика, 2006.
7. Воробьев С.Н., Балдин К.В. Управление рисками в предпринимательстве. – М.: Дашков и К⁰, 2005.
8. Вороновицкий М.М. Вертикальная интеграция поставщика и потребителя на рынках товаров и капитала при перекрестном владении собственностью. // Экономика и математические методы, 1999, т. 35, вып. 1.
9. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. – М.: Альпина бизнес букс, 2004.
10. Гутштейн А.И. Управление промышленным предприятием и кибернетика. – М.: Экономика, 1965.
11. Дубров А.М., Лагоша Б.А., Хрусталев Е.Ю., Барановская Т.П. Моделирование рисков ситуаций в экономике и бизнесе. – М.: Финансы и статистика, 2001.
12. Егорова Н.Е. Вопросы согласования плановых решений с использованием имитационных систем. – М.: Наука, 1987.
13. Егорова Н.Е. Применение принципа экономической компенсации в задачах межуровневого согласования плановых решений. / В сб.: Проблемы компьютеризации процессов разработки эффективных плановых решений. – М.: ЦЭМИ РАН, 1989.
14. Егорова Н.Е., Маренный М.А. Малые предприятия: предпринимательская стратегия и кооперация. – М.: Спутник +, 2004.
15. Егорова Н.Е., Котляр Э.А. Особенности и парадоксы столичного рынка слияний и поглощений предприятий // «Экономика и управление собственностью», 2006, № 2.
16. Заде Л. Понятие лингвистической переменной и его применение к принятию приближенных решений. – М.: Мир, 1976.
17. Земцова Ю., Цховребов М. Трансграничные сделки M&A: на пороге глобализации. // Слияния и поглощения, 2006, №1.
18. Иванов Ю.В. Слияния и поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина Паблишер, 2001.
19. Игнатишин Ю. Классификация процедур слияния и поглощения на основе уровня приобретаемых прав корпоративного контроля // Слияния и поглощения, 2005, №5.
20. Ионцев М.Г. Новейшие технологии захвата предприятий: способы борьбы // Слияния и поглощения, 2007, №4.
21. Клейнер Г.Б., Тамбовцев В.Л., Качалов Р.М. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность. – М.: Экономика, 1997.
22. Клейнер Г.Б. Современная экономика России как «экономика физических лиц» // Вопросы экономики, 1996, №4.
23. Котляр Э.А., Егорова Н.Е. Организационно-экономические основы эффективного взаимодействия российских предприятий, финансовых институтов и органов регионального управления. – М.: Прометей, 2005.
24. Корсак А.Б. Рейдерство из отечественной экономики выдаются // Российская газета, 2006, № 178.
25. Леонов Р., Павловский С., Леонов Д. Враждебные поглощения в России: последние тенденции и возможные перспективы. // Слияния и поглощения, 2005, №1.
26. Ломакин Д. От корпоративного интереса через злоупотребление корпоративным правом к корпоративному спору // Корпоративный юрист, 2006, №2.
27. Макаров В.Л. Модели согласования экономических интересов. – Новосибирск, Наука, 1981.
28. Минитер Р. Миф о доле рынка. – М.: Добрая книга, 2003.
29. Молотников А.Е. Слияния и поглощения: российский опыт. – М.: Вершина, 2006.
30. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль. – М.: Дело, 2003.
31. Осипенко О. Новейший корпоративный шантаж. Информационный гринмейл // Слияния и поглощения, 2007, №4.
32. Павловский М. Синергический эффект слияний: российская специфика // Слияния и поглощения, 2005, №1.
33. Пирогов А.Н. Слияние и поглощение компаний: российская и зарубежная практика // Менеджмент в России и за рубежом, 2001, № 5.
34. Постановление Правительства Москвы № 599-ПП от 29 июля 2003 г. «О мерах по сохранению промышленного потенциала города Москвы». //Вестник Мэра и Правительства Москвы, 2003, N 45.
35. Путилин Д., Браславская М. Итоги 2006 года на рынке M&A: реванш частного бизнеса // Слияния и поглощения, 2007, №1.
36. Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
37. Российский статистический ежегодник. /Стат. сб. – М.: Госкомстат России, 2000-2004 гг.
38. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом, 2002, №5.
39. Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. – М.: Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group, 2004.
40. Феррис Кеннет, Пети Барбара Петеро. Оценка стоимости компании (Как избежать ошибок при приобретении). – М, Спб., Киев: Вильямс, 2003.
41. Форстер Р.С., Л.А. Рид. Искусство слияний и поглощений. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
42. Эванс Ф.И., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина, 2004.
43. Экономико-математический энциклопедический словарь. / Под ред. В.И. Данилова-Данильяна. – М.: Инфра-М, 2003.
44. Brian Coyle. Mergers and Acquisitions. – NY: American Management Association, 2000.
45. Dr P.S. Sudarsanam. The Essence of Mergers and Acquisitions. – Prentice Hall, 2000.
46. Проект федерального закона «О внесении изменений в Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации и некоторые другие акты законодательства Российской Федерации в целях совершенствования процедуры разрешения корпоративных споров» (разработан группой экспертов при Минэкономразвития РФ), сайт <http://www.economy.gov.ru/wps/portal/law>.

Егорова Наталья Евгеньевна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы работы определяется важностью и значимостью интеграционных процессов, происходящих в российской экономике. Опыт осуществления этих процессов свидетельствует о том, что лишь около трети из них оказываются эффективными (прибыль окупает затраты) и достигают намеченных целей. Одна из причин этого – недостаточная разработанность методических проблем обоснования согласованности экономических интересов интегрирующихся фирм, значительная их доля представляет собой недружественные поглощения и силовые захваты.

В статье рассмотрены методические вопросы согласования экономических интересов промышленных предприятий с учетом специфики сделок по слиянию и поглощению (враждебная, дружественная), а также их различных стадий (предварительная, переговорная, реализационная). Разработана типология задач согласования экономических интересов промышленных предприятий на различных стадиях сделок M&A (предварительная, переговорная, реализационная) с учетом характера этих сделок (дружественная, враждебная и др.).

В связи с тем, что работа выполнена на высоком уровне, постановка проблемы представляется достаточно оригинальной и будет интересна для широкого круга читателей, считаю, что статья достойна публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Хрусталев Е.Ю., д.э.н., проф., в.н.с. ЦЭМИ РАН

10.2. METHODOLOGICAL BASES OF THE ANALYSIS OF TASKS OF NEGOTIATION OF ECONOMIC INTERESTS OF FIRMS IN PROCESSES OF THEIR JUNCTION AND ABSORPTIONS

N.E. Egorova, Doctor of Science (Economic), the Professor, the Main Scientific Employee Central, Economic-Mathematical Institute the Russian Academy of Science

This paper presents the economico-mathematical analyze from all kinds of deals in the market of mergers and acquisitions (M&A deals).

The specification about the economics coordinate of the integration some companies is determinate and lay on basis typologies so kind of task and methodological foundation principles of its analyze.