Финансовая Академия при Правительстве российской Федерации

Кафедра оценки собственности

КУРСОВАЯ РАБОТА

Тема: "Слияния и поглощения. Особенности слияний и поглощений в России"

Студент гр. Ф4-4 *Федоров А.А.*

Научный руководитель *Белых Л.П.*

Москва-1999 г.

План:

Введение 3

Слияния и поглощения и их сущность 4-6

Типы слияний и поглощений 6-16

Мотивации к проведению слияний и поглощений 16-20

Оценка эффективности слияний и поглощений 20-27

Особенности слияний и поглощений в России 27-29

Заключение 29

Литература 30

Введение

Данная работа ставит целью изучение такого неразработанного у нас вопроса, как слияния и поглощения. Рассматриваются теоретические аспекты проведения слияний и поглощений, основные их классификации, а также анализируются возможные пути оценки эффективности слияний и поглощений. Отдельная глава посвящена рассмотрению специфики проводимых в России сделок по слияниям/поглощениям.

Актуальность данной работы обусловлена тем, что в той неблагоприятной экономической обстановке. которая сложилась на сегодняшний день в России, перед отечественными компаниями как никогда остро стоит проблема преодоления кризисной ситуации путем применения конкретных и эффективных мер. Возникает потребность поиска действенных технологий по выходу из состояния кризиса на предприятии, необходимость освоения современных методов реструктуризации собственности. В этом свете деятельность по слияниям и поглощениям как один из основных элементов реструктуризации, ее заключительное звено, ставящее целью изменение структуры собственности, заслуживает особого изучения.

В работе использованы материалы периодических изданий, монографии специалистов в области корпоративных финансов, а также иностранные источники.

Слияния и поглощения и их сущность

Прежде чем перейти к рассмотрению проблемы проведения процедуры слияний и поглощений, целесообразным было бы уделить внимание тому, какое место принадлежит слияниям и поглощениям в процессе проведения реструктуризации предприятия и построения стратегии его развития.

Как же можно определить, что такое слияния и поглощения? В принципе, в специальной литературе подобная деятельность называется одним словом – слияния *(****mergers****)*, под которой в широком смысле понимается *такой процесс, в ходе которого из нескольких компаний образуется одна*. Однако юридическая наука и бухгалтерский учет требуют дробления данной категории на процедуры по слиянию *(****mergers****)* и поглощению *(****acquisitions****)*. Проще всего эти два понятия можно охарактеризовать следующим образом.

В результате **слияния** несколько компаний объединяются в одну. При этом, как правило, существует одна "приобретающая" компания, выступающая инициатором подобной сделки и обладающая более мощным экономическим потенциалом. Отличительной чертой сделки слияния компаний является то, что *акционеры "приобретаемой" компании после объединения сохраняют свои права на акции, но уже нового, объединенного акционерного общества.*

Процедуру **поглощения** отличает то, что здесь приобретающая (поглощающая) компания выкупает у акционеров приобретаемой (поглощаемой) компании все или большую часть акций. Таким образом, *акционеры поглощаемой компании теряют свои права на долю в капитале новой объединенной компании.*

(\*) В дальнейшем в широком смысле, а также при описании процедуры слияния будут использоваться понятия "приобретающая" и "приобретаемая" компании. Понятия "поглощающая" и "поглощаемая" компании будут использоваться при описании сделок поглощения.

Здесь необходимо остановиться на том, что под деятельностью по слияниям и поглощениям понимается не только приобретение полностью или большей части какого-либо хозяйствующего субъекта, но также и отчуждение, продажа подразделений, дочерних компаний, изменение структуры собственности фирмы. Более подробно об этом будет сказано ниже.

Таким образом, делая краткий итог сказанному выше, можно заметить следующее. Слияния и поглощения представляют собой процедуру смены собственника или изменению структуры собственности компании, являясь конечным звеном в системе мер по ее реструктуризации.

*Целью слияний и поглощений является увеличение благосостояния акционеров и достижение конкурентных преимуществ на рынке.*

На самом деле любое акционерное общество, функционирующее в условиях нормальной цивилизованной рыночной экономики должно ставить эти цели перед собой в качестве приоритетных целей своей деятельности. При этом эти цели могут достигаться компанией с помощью использования как внутренних методов (повышение эффективности управления, использование более современных способов ведения бизнеса, новых технологий, повышение производительности труда и т.д.), так и внешних методов, к которым относится деятельность по слияниям и поглощениям. При этом внешние пути развития имеют целый ряд сравнительных преимуществ, которые будут рассмотрены ниже в главе "Мотивации к проведению слияний и поглощений".

На пути к достижению указанных выше целей компания разрабатывает конкретную стратегию своей деятельности. В этом свете компания постоянно оценивает свое положение на рынке, свои сильные и слабые позиции, ищет такие направления своей деятельности, следуя которым она добьется наибольших конкурентных преимуществ. Исходя из этого компанией могут быть выбраны следующие основные стратегии, или концепции, своего развития:

**Усиление основных направлений своей деятельности;**

**Диверсификация деятельности;**

**Отказ (продажа) от неосновных направлений деятельности.**

Деятельность по слияниям/поглощениям является одним из основных методов реализации перечисленных стратегий развития фирмы. В частности:

Если фирма занимает удачное положение на рынке, находясь в отрасли, обещающей ей хорошие перспективы развития, однако ей требуется усиление своих позиций для достижения конкурентных преимуществ в отрасли, то, используя механизм слияния и поглощений, она может достигнуть своей цели, объединяясь или приобретая компании того же сегмента рынка;

Часто компания может осуществлять слияния/поглощения фирм из других сегментов рынка для снижения риска своей деятельности (что достигается, например, через выпуск разнородной продукции, продукции находящейся на различных этапах своего жизненного цикла, через географическую диверсификацию в сбыте продукции – то есть, другими словами, через диверсификацию производства), для расширения сферы своего присутствия;

Если компания пересматривает свои позиции на рынке, находит новые приоритеты, выделяет для себя основные направления своей деятельности, освобождаясь от неосновных, проблемных направлений, и, наконец, если компания просто испытывает недостаток в деньгах, то она может эффективно использовать механизм слияний/поглощений для продажи или выделения отдельных подразделений, дочерних компаний.

Более наглядно место слияний/поглощений в корпоративной стратегии компании можно проследить, рассматривая различные типы слияний и поглощений.

**Типы слияний и поглощений.**

Как уже было сказано, деятельность по слияниям и поглощениям предполагает не только объединение хозяйствующих субъектов, но и выделение структурных подразделений. Исходя из этого, разделим все слияния и поглощения на две группы – расширение бизнеса и выделение бизнеса.

Расширение бизнеса

Основная классификация слияний и поглощений основана на объединяемых типах деятельности. Согласно этому признаку слияния и поглощения делятся на:

горизонтальные;

вертикальные;

конгломератные.

Далее для упрощения будем использовать термин "слияния", имея в виду деятельность по слияниям и поглощениям.

*Горизонтальные* слияния предполагают объединение компаний, функционирующих и конкурирующих в одной области деятельности. Такой тип слияний обеспечивает достижение конкурентных преимуществ по сравнению с другими участниками данного конкретного сегмента рынка за счет экономии от масштаба и наращивания капитала. Здесь необходимо отметить, что подобного рода слияния как ограничивающие конкурентную борьбу могут регулироваться со стороны государства через систему антимонопольных мер. В числе наиболее ярких недавних примеров слияний такого типа можно отметить слияние банков **Chase Manhattan** и **Chemical Bank**, объединение гигантов пищевой индустрии **Guinness** и **Grand Metropolitan** .

*Вертикальными* слияниями называются объединения компаний, относящихся к разным стадиям одного производственного процесса. При этом слияние принимает форму "интеграции вперед" или "интеграции назад". Например, комбинат по производству металлопроката объединяется со станкостроительным заводом ("интеграция вперед", то есть объединение с компанией, относящейся к следующей стадии производственного процесса) или, допустим с компанией, занимающейся добычей железной руды ("интеграция назад", то есть слияние с компанией предыдущего этапа производственного процесса).

Наиболее яркие примеры российской практики – приобретение **НК "ЛУКОЙЛ"** в 1998 г. контрольного пакета румынского нефтеперерабатывающего завода **"Петротел"**, формирование холдинга **"Сибирский Алюминий"** вокруг **Саянского Алюминиевого Завода** (куда вошли заводы по выпуску алюминиевого проката, производству алюминиевой фольги и алюминиевых банок).

Данный тип слияния обеспечивает повышение технологической экономичности производства, снижению трансакционных издержек (участники таких вертикально интегрированных схем поставляют друг другу объект промежуточного производства по гораздо меньшим ценам или вообще бесплатно), лучший обмен информацией в пределах объединенной компании, что в итоге приводит к значительному снижению промежуточных затрат и, в конце концов, совокупных затрат производства конечной продукции.

*Конгломератные* слияния предполагают объединение компаний из различных, несвязанных отраслей или географических регионов.

Существуют три разновидности конгломератных слияний:

*Слияние для расширения спектра продуктов*

Происходит объединение компаний, производящих различную продукцию, обладающую, тем не менее, схожими признаками, и способных расширить ассортимент выпускаемой друг другом продукции. Тем самым значительно повышается конкурентное превосходство образовавшейся структуры. Примером может служить недавнее слияние **Boeing**, крупнейшего мирового производителя в области гражданской авиации, и **McDonnel Douglas**, лидера в области оборонно-космической индустрии США, а также объединение двух компаний-гигантов, работающих в сфере финансовых услуг – всемирно известного инвестиционного банка **Morgan Stanley** и обладающей сильно развитой дистрибьюторской сетью компании **Dean Whitter Discovery**. В результате образовалась мощная финансовая структура, работающая одновременно с частными и крупными институциональными клиентами.

*Слияние для географического расширения*

В данном случае объединяются компании, выпускающие однотипную продукцию, но осуществляющие свою деятельность в различных регионах. Данная схема позволяет значительно снизить уровень риска через географическую диверсификацию и расширить свое присутствие, а значит, и приобрести конкурентные преимущества, обеспечить себя дополнительным спросом на различных географических рынках. В качестве примера можно привести приобретение германским концерном **Volkswagen** 70% пакета акций чешского завода **Skoda**, что позволило ему воспользоваться преимуществами быстрорастущего и перспективного восточноевропейского рынка.

*Собственно конгломератное слияние*

Предполагает объединение компаний из совершенно несвязанных и неродственных отраслей. Пример – слияние табачной компании **R.J. Reynolds** и производителя пищевых продуктов **Nabisco Brands,** в результате чего образовалась компания **RJR Nabisco.**

**Выделение бизнеса**

Выделение бизнеса как составная часть корпоративной стратегии, как уже было выше сказано, также может осуществляться за счет использования механизма слияний и поглощений.

Для этих целей компания может проводить отпочковывание *(****spin-off****)* и продажу *(****divestiture****)* отдельных подразделений.

*Отпочковывание* подразумевает создание из имеющегося подразделения компании отдельного юридического лица. Акционеры материнской компании пропорционально своей доли в ее капитале становятся владельцами акции новой образовавшейся компании. При этом никакого движения денег не происходит, материнская компания какого-либо дохода в результате отпочковывания своего подразделения не получает. Примером может служить произошедшая в 1996-1997 г. реорганизация американской корпорации **AT&T**, в ходе которой от нее отделились ее два подразделения: **NCR** (производитель компьютеров и банкоматов) и **Lucent Technologies** (производитель телефонного оборудования). Эти подразделения преобразовались в самостоятельные акционерные общества, акции которых были распределены между существующими акционерами **AT&T.**

Существуют несколько вариантов отпочковывания – разбиение компании *(****split-up****)* и отделение *(****split-off****)*.

При *разбиении* материнская компания в результате серии отпочковываний преобразуется в несколько независимых новых юридических лиц, а сама перестает существовать.

При *отделении* часть акционеров получает долю в новой компании взамен своей доли в материнской компании в определенном соотношении. Таким образом, происходит разделение всех акционеров на две группы: акционеры, владеющие исключительно акциями материнской компании, и акционеры, владеющие исключительно акциями отделившейся компании.

*Продажа отдельных подразделений, или дивестирование,* предполагает продажу этого подразделения третьему лицу. В отличие от отпочковывания, материнская компания получает реальные денежные средства в результате проведения подобного рода реструктуризации.

Если какое-либо подразделение выставляется на открытую продажу широкому кругу лиц, то подобная операция называется *выделением (****carve-out****).*

Дивестирование является очень популярным методом реструктуризации компании с одновременным получением необходимых материнской компании живых денег. Примером может послужить продажа фирмой **Nokia** своих неосновных, не связанных с телекоммуникациями, направлений в рамках своей концепции развития, а также с целью получения наличности – подразделения **Nokia Data** (разработчик информационных технологий) и своего энергетического подразделения.

Итак, причины, побуждающие компании, производить продажу или отпочковывание своих подразделений, очевидны. Основная из них – повышение эффективности ведения бизнеса. Зачастую в составе компании присутствует убыточное подразделение, занимающееся неосновным видом деятельности. Выделение подобного бизнеса позволяет менеджменту компании концентрировать свое внимание на основном виде деятельности, устраняя ненужные расходы на поддержание неосновного и неприбыльного направления. К тому же если различные направления бизнеса становятся независимыми, довольно просто увидеть истинную эффективность каждого из них и на основании этого адекватно распределять вознаграждение управленческого персонала.

**Изменение структуры собственности**

В деятельности по слияниям и поглощениям особняком стоят процедуры по изменению структуры, формы собственности. Под этими процедурами понимается превращение открытого акционерного общества в закрытое или в партнерство *(****going private transactions****).* Другими словами, основным отличием данного вида сделок от остальных сделок по слияниям и поглощениям состоит в том, что акции компании выкупаются небольшой группой инвесторов и перестают котироваться на фондовом рынке. Как правило, либо покупается какая-нибудь компания целиком, либо приобретается отдельное ее подразделение. Это происходит путем покупки у акционеров компании их акций, либо акционерам взамен их акций предлагаются привилегированные акции или облигации. При этом очевидно, что для того, чтобы осуществить подобного рода сделку, инвесторам требуются привлечение очень больших объемов денежных средств. Поэтому еще одной особенностью сделок по преобразованию открытого акционерного общества в закрытое является то, что они практически всегда сопровождаются крупными заимствованиями. Именно использование значительных объемов заемного капитала дало таким сделкам название *Выкупа с рычагом* *(****Leverage buy-out, LBO****)*.

Если выкуп компании производится ее высшим руководством, то такая сделка называется *Выкуп управляющими (****Management buy-out, MBO****).* Часто компания прибегает именно к выкупу менеджментом, когда желает освободиться от неосновного направления своей деятельности. Тогда какое-либо подразделение или дочерняя компания выделяется из структуры материнской и переходит в руки высшего руководства этого подразделения, становясь при этом закрытым акционерным обществом или партнерством. Данная операция, наряду с уже рассмотренными выше плюсами от проведения выделения бизнеса в рамках реструктуризации компании, обладает еще нескольким очень важными особенностями, являющихся достаточно сильным стимулом к проведению MBO. Менеджеры компании, хорошо знакомые со своим бизнесом, становясь собственниками компании, своей первоочередной задачей будут ставить эффективное ведение собственного дела, так их благосостояние будет напрямую зависеть от благосостояния фирмы. Кроме того, стремление к увеличению уровня прибыльности и повышению уровня конкурентоспособности будет диктоваться наличием значительных долговых обязательств вновь образованной компании и необходимостью их обслуживания. *Таким образом, выкуп управляющими и вообще выкуп с рычагом имеет одно неоспоримое достоинство – он заставляет управляющих компании вести эффективный бизнес, снижать затраты и повышать рентабельность производства.*

На самом деле именно использование значительного заемного капитала для осуществления сделок LBO является основным подводным камнем в деятельности вновь образовавшейся компании. Как правило, основу долгового финансирования (50-60% от общей суммы долговых обязательств) составляет крупный кредит привилегированного статуса, который обеспечен всеми активами компании. Собственные средства инициаторов сделки обычно не превышают 10% всего объема финансовых ресурсов. Остальные 30-40% капитала привлекаются путем выпуска так называемых "бросовых" облигаций *(****junk bonds****)*, которые отличаются высокой степенью доходности, но одновременно имеют очень слабое обеспечение, вследствие того, что все активы направлены на обеспечение основного кредита. Основная проблема заключается в том, что инициаторы выкупа с рычагом часто в своем стремлении к сверхприбылям готовы пойти на все ради приобретения выбранной компании-цели, вследствие чего цена покупки этой компании может сильно превысить ее действительную стоимость. Очевидно, что для обеспечения возможности заплатить высокую цену за приобретаемую компанию инвесторам приходится прибегать к очень большим заимствованиям, которые становятся очень тяжелым бременем приобретенной компании. Однако при этом, как уже было отмечено, менеджеры вынуждены вести очень эффективный бизнес для поддержания своей способности обслуживать непомерные долги, вследствие чего показатель **EBIT** (прибыль до выплаты процентов и до налогообложения) может сильно расти. Но, тем не менее, огромные объемы задолженности могут перекрывать любые, даже очень хорошие, показатели деятельности фирмы и привести к серьезным финансовым затруднениям.

Ярким подтверждением всему вышесказанному может послужить пример самой крупной и драматичной сделки выкупа с рычагом последних двадцати лет – приобретение компании **RJR Nabisco** известной группой венчурных капиталистов **Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR)** за 25 млрд. долл.[[1]](#footnote-1)

До момента объявления о намерении совершения сделки в 1988 г. рыночная цена акций **RJR Nabisco** была $56 за акцию. В своем желании приобретения и преобразования в партнерство **RJR Nabisco** конкурировали группа **KKR** и группа инвесторов, сформированная главой **RJR Nabisco**. В результате этой конкурентной борьбы **KKR**, предложив заплатить $109 за акцию (что почти вдвое больше существовавшей в тот момент рыночной цены), приобрел **RJR Nabisco** за 25 млрд. долл.

Ясно, что для реализации этой сделки **KKR** потребовалось привлечение огромного займа. В планах покупателя была продажа ненужных активов, значительное повышение эффективности работы компании с тем, чтобы обеспечить погашение столь крупного долга. В принципе приобретенная компания сумела сильно повысить объемы операционной прибыли во многом благодаря обновленному высшему руководству. Но это было лишь внутреннее благополучие. Снаружи дело обстояло совсем по-другому. На рынке заимствований цены на бросовые облигации **RJR Nabisco** стремительно падали, что затрудняло дополнительное долговое финансирование этой компании и привело к повышению процентных ставок, по которым она могла кредитоваться. Это было вызвано тем, что кредиторы **RJR Nabisco** почувствовали, что выкуп с рычагом заставляет их терять все то обеспечение, которым они раньше владели по предоставленным займам.

Однако были и те, кто получили несомненную и очень большую выгоду от этой сделки – акционеры **RJR Nabisco**. Повышение рыночной цены акций почти вдвое обеспечило прирост их капитала на 8 млрд. долл. Разумеется, кто-то должен был платить за такой внушительный рост благосостояния акционеров. Это были кредиторы **RJR Nabisco**, а следом за ними и сама компания, испытывавшая уже через два года серьезные финансовые проблемы.

В 1991 году **KKR** продал свои вложения в компанию, а сама **RJR Nabisco** опять была преобразована в акционерное общество открытого типа.

Враждебные тактики слияний и поглощений и методы защиты от них.

Все, что было сказано выше, относится к так называемому *"дружественному приобретению" (****friendly takeover****)*, когда решение о слиянии или поглощении принимается в ходе цивилизованных переговоров двух компаний. Зачастую же поглощающая компания ведет себя агрессивно, не желая вести какие-либо переговоры с компанией-"мишенью". В данном случае речь идет о *"враждебном поглощении" (****hostile takeover****).* При этом поглощающая компания стремится к замене "неугодных" директоров и менеджеров.

Существует множество различных тактик враждебного поглощения. Перечислим некоторые из них.

**Медвежьи объятия (bear hug).**

Рассылка высшему руководству компаний-мишеней сообщений о предстоящем поглощении с требованием принять быстрое решение по поводу данного предложения. В случае отказа поглощающая компания обращается непосредственно к акционерам этой компании за спиной ее менеджмента с тендерным предложением.

**Тендерное предложение (tender offer).**

Менеджмент компании-мишени может посоветовать акционерам принять предложение или сопротивляться намерениям потенциального покупателя. Тендерное предложение может быть реализовано различными способами.

*Двухуровневое предложение (two-tier offer)* – цена, по которой поглощающая компания обещает купить акции поглощаемой компании, дифференцируется. Сначала покупается пакет акций более высокого уровня (например, 51%) по более высокой цене, что объявляется одновременно с тендерным предложениям. Остальные акции затем покупаются по более низкой цене.

*Частичное предложение (partial offer)* – поглощающая компания объявляет максимальное количество акций, которое она намеревается приобрести, но не раскрывает своих планов относительно остальных акций.

Оба этих способа тендерных предложений ставят целью снижение совокупной цены приобретения акций компании-мишени и одновременно стимулируют акционеров поглощаемой компании быстрее продать свои акции, обещая более высокую цену при покупке стартового пакета акций.

Подобного рода враждебные поглощения зачастую вызывают сопротивление менеджмента поглощаемой компании. Причин этому может быть несколько. Во-первых, предстоящее поглощение может не соответствовать концепции развития компании-мишени. Проще говоря, возможная реструктуризация может идти в разрез с ее стратегией деятельности. Во-вторых, менеджеры компании могут через систему защитных мер пытаться завыcить цену своей компании. И в-третьих, как правило, поглощения в большинстве случаев представляют реальную угрозу для высшего руководства поглощаемой компании потери рабочих мест. В данном случае защитные меры используются ими просто для того, чтобы остановить поглощающую компанию любыми способами.

Исходя из этого, проведение высшим руководством компании-мишени комплекса защитных мер часто предполагает определенный конфликт интересов между ним и акционерами компании – желание менеджеров сохранить свои позиции в компании нередко перекрывает стремление повысить благосостояние акционеров. Во избежание подобных конфликтов используется механизм *"золотых парашютов" (golden parachutes)*, которые предполагают определенные поощрения (причем довольно значительных размеров) управляющим компании в случае их смещения с должностей в результате проведенного поглощения.

Итак, среди основных методов защиты от враждебных поглощений можно выделить следующие.

Защитные меры, предшествующие поглощению

**Поправки в уставах – "Отпугивание акул" (Shark-repellent charter amendments)**

Сюда можно отнести различные, вносимые с согласия акционеров, поправки в уставы компаний-мишеней, ставящие, как правило, определенные условия для перехода контроля над ними.

*Положения по переизбранию совета директоров (Staggered board amendment)* – совет директоров делится на три группы. Каждый год только одна группа может быть переизбрана, вследствие чего поглощающая компания не может немедленно установить контроль над компанией-мишенью.

*Положение о мажоритарном большинстве (Supermajority amendment)* – согласно этой поправке, для одобрения поглощения требуется высокий процент голосов, обычно до 80%.

*Поправка о справедливой цене (Fair price amendment)* – поглощение разрешается, если за все акции будет заплачена справедливая цена, которая определяется по определенной формуле или оценочным путем.

*Поправка об ограничении прав голоса (Restricted voting rights amendment)* – акционеры, владеющие существенной долей в капитале компании-мишени (выше определенного процента акций), не имеют права голоса без специального разрешения совета директоров.

*Положение о периоде ожидания (Waiting period amendment)* – нежелательные покупатели могут завершить поглощение только по истечении определенного периода времени (как правило, до нескольких лет).

**"Отравленные пилюли" (Poison pills)**

Для существующих акционеров компании-мишени может быть выпущен новый класс ценных бумаг, называемых "отравленными пилюлями". Если поглощающей компанией произведена покупка значительного объема акций компании-мишени, то такие бумаги дают право их владельцам на покупку дополнительных акций компании-мишени по договорной цене.

**Poison puts**

Право, выпущенное для держателей облигаций компании-мишени, на требование досрочного погашения облигаций в случае враждебного поглощения. Как правило, это наносит сильный удар по платежеспособности поглощающей компании при том, что она прибегает к активным заимствованиям для осуществления враждебного поглощения.

***Защитные меры, последующие за поглощением***

**Судебные иски (Litigation)**

Компания может подать иск в суд по делу о нарушения антимонопольного законодательства или законодательства в области рынка ценных бумаг

**Реструктуризация активов (Asset restructuring)**

Покупка ненужных поглощающей компании активов или продажа активов, представляющих для нее особую ценность.

**Реструктуризация обязательств (Liability restructuring)**

Продажа акций третьей дружественной стороне или увеличение числа акционеров. Выкуп акций у имеющихся акционеров с премией.

Следует особо выделить несколько очень эффективных методов защиты от враждебного поглощения, стоящих особняком от приведенной выше классификации.

**"Зеленая почта" (Greenmail)**

Выкуп акций компании-мишени с премией по отношению к рыночной цене у акционеров. Зачастую выкуп производится у самой поглощающей компанией.

**Соглашение о бездействии (Standstill agreement)**

Добровольное соглашение с акционером, у которого выкупаются акции, о том, что он не будет приобретать акции компании-мишени в течение определенного периода времени.

**Выкуп с рычагом (Leverage buy-out)/Выкуп управляющими (Management buy-out)**

Уже рассмотренный выше, этот механизм является эффективным методом защиты от враждебного поглощения. Компания, выкупленная менеджментом, представляет гораздо меньший интерес для поглощающей компании, поскольку добиться соглашения с акционерами уже невозможно - все акции сосредоточены в руках высшего управления. Кроме того, после проведения выкупа управляющими компания-мишень становиться обремененной лишними долговыми обязательствами, что делает ее менее привлекательной.

**Союз с "белым рыцарем" (White Knight)**

Чтобы защититься от враждебного поглощения, компания может слиться с более приемлемым для партнером ("белым рыцарем"), что повысит стоимость и устойчивость компании-мишени.

**Мотивации к проведению слияний и поглощений**

Рассмотрев все множество различных типов слияний и поглощений, разобравшись в их сути, уже можно сформировать мнение по поводу того, что движет компаниями при совершении сделок по слияниям/поглощениям. В этой главе попытаемся обобщить все сказанное ранее и четко обозначить основные мотивы руководства и акционеров компаний к проведению слияний и поглощений.

Основным принципом, лежащим в основе теории слияний, является синергетический эффект от слияния. *Стоимость компании, образованной в результате слияния, превышает сумму стоимостей ее составляющих частей, т.е. 2+2 =5.*

Например, если компания А сливается с компанией В, то в формульном выражении это выглядит следующим образом:

***V (AB) > V(A) + V(B)***

где V(AB) – стоимость объединенной компании, образовавшейся в результате слияния компаний А и В;

V(A) – стоимость компании А;

V(B) – стоимость компании В.

Таким образом, суть синергетического эффекта заключается в том, что слияние двух компаний порождает дополнительную стоимость объединенной компании. За счет чего же происходит увеличение стоимости объединенной компании? Очевидно, что источники увеличения стоимости формируют определенную выгоду для участников сделки слияния/поглощения, которая и является основным мотивирующим фактором к проведению слияний и поглощений.

***Источники создания дополнительной стоимости.***

**Экономия от масштаба**

Объединяющиеся компании обладают рядом схожих функциональных подразделений, таких, как бухгалтерия, управление финансового контроля, маркетинговое управление, рекламные, исследовательские и сбытовые подразделения и т.д. Дублирование функций можно избежать, создав единые централизованные управления оптимального размера вместо обычного объединения уже имеющихся в наличии у объединяющихся компаний, что приведет к значительному снижению затрат на их содержание. Кроме того, что не менее важно, экономия от масштаба означает возможность производить большие объемы продукции при тех производственных мощностях. Другими словами, происходит снижение удельного веса постоянных затрат в себестоимости производимой объединенной компанией продукции. Разумеется, эффект экономии от масштаба может наблюдаться при горизонтальных и иногда при конгломератных слияниях, когда идет речь об объединении одинаковых или родственных видов бизнеса

Но при кажущейся столь очевидной простоте использования эффекта экономии от масштаба на практике слияния, тем не менее, порождают множество проблем, связанных с возможностью интеграции двух компаний и, соответственно, их дублирующихся подразделений в одно целое. Зачастую объединившиеся компании после слияния продолжают функционировать как две отдельные независимые единицы, что сводит на нет эффект использования экономии от масштаба.

**2. Экономия от вертикальной интеграции**

Вертикальные слияния также сулят определенные выгоды объединяющимся компаниям. В частности, очень важным источником создания дополнительной стоимости при вертикальном слиянии компаний является экономия от вертикальной интеграции. Как уже было рассмотрено выше, суть ее заключается в том, что вертикально интегрированные компании значительно экономят на трансакционных издержках. Например, за счет того, что промежуточный продукт внутри объединенной компании передается от одного звена производственного процесса к другому без какой-либо оплаты или по минимальной цене, себестоимость конечного продукта значительно снижается.

**Взаимодополняющие ресурсы**

Фактор, в чем-то схожий с предыдущим.

Основная идея его в том, что зачастую мелкая компания, выпускающая уникальную, перспективную продукцию, не имеет возможностей реализации своего потенциала и успешного продвижения на рынке. В этом случае одним из наиболее эффективных решений является слияние с более крупной компанией, обладающей для этого всеми ресурсами. Тогда компании "помогут" друг другу за счет того, что каждая из них имеет то, чего не хватает другой. То есть мотивом для слияния будет наличие у них взаимодополняющих ресурсов.

**Неиспользованные льготы по налогообложению**

Речь идет о том, что если какая-либо компания, обладающая определенными налоговыми льготами, но не способная использовать их вследствие отсутствия прибыли, объединяется с другой компанией, стабильно получающей достаточно большие объемы прибыли, то у объединенной компании появляется возможность эффективного использования этих налоговых льгот.

Существует также целый ряд причин, побуждающих компании к проведению слияний/поглощений, но не создающих дополнительной стоимости.

**Излишние объемы свободных денежных средств**

Возможна ситуация, когда стабильная, развитая компания генерирует постоянные, значительные объемы чистой прибыли, но в силу каких-либо причин не имеет подходящих возможностей для ее инвестирования. Политика менеджмента может не предполагать выплату больших дивидендов, тогда создаются все предпосылки для осуществления финансовых вложений через проведение слияния или поглощения. Некоторые компании вообще практически не инвестируют имеющуюся у них чистую прибыль. В этом случае они сами становятся лакомой добычей для поглощения другой компанией.

**Устранение неэффективного управления**

Существует иной вариант, когда потенциальным объектом поглощения становится компания, где вследствие неграмотного управления имеются неиспользованные возможности сокращения издержек производства, а также повышения уровня продаж и уровня рентабельности. Тогда поглощающая компания ставит целью полную замену существующей системы управления с извлечением из этого всех возможных выгод. В данном случае поглощение используется как эффективный инструмент замены старой команды управляющих новой.

**Диверсификация**

Диверсификация является очень мощным стимулирующим фактором к проведению слияния/поглощения. Особенно это относится к конгломератным слияниям, где объединение компаний из несвязанных отраслей способствует снижению ими риска банкротства от резкого ухудшения экономической ситуации в какой-либо отрасли или регионе, внезапного значительного снижения спроса на каком-либо сегменте рынка и т.д. Однако при всей весомости этого фактора в принятии решения о проведении слияния/поглощения он не способствует увеличению стоимости объединенной компании. Мало того, зачастую рыночная стоимость диверсифицированных компаний ниже, чем стоимость недиверсифицированных. Например, компания **Kaiser Industries** перестала свое существование в качестве холдинга в 1977 г. из-за того, что сильная диверсификация снижала ее рыночную цену[[2]](#footnote-2). Холдинг **Kaiser Industries** владел акциями **Kaiser Steel**, **Kaiser Aluminum** и **Kaiser Cement**. Все они были независимыми компаниями, и их акции котировались на фондовой бирже. Таким образом, можно было оценить стоимость **Kaiser Industries**, имея информацию о ценах этих трех компаний. Однако акции **Kaiser Industries** продавались со значительной скидкой по сравнению с ее инвестициям в эти компании. Эта скидка исчезла, как только **Kaiser Industries** объявила о распродаже своих инвестиций.

Объяснение этому, вероятнее всего, в том, что диверсификация компании представляет ценность только для нее самой. Для ее акционеров же какой-либо ценности диверсификация не имеет и их благосостояния она не повышает, пока у инвесторов существует возможность персональной диверсификации собственных вложений в акции различных эмитентов, которая будет полностью соответствовать их личным интересам.

**Снижение цены заемного капитала.**

Еще один немаловажный стимул к проведению слияний и поглощений, имеющий достаточно большое значение для сливающихся компаний, но, как и предыдущий, имеющий достаточно неоднозначный эффект.

Его суть в том, что стоимость заимствований для каждой из компаний в отдельности выше, чем их стоимость для объединенной компании, образованной в результате слияния. Это объясняется тем, что до слияния предоставленные займы обеспечены активами только одной фирмы, в то время как займы для объединенной компании обеспечены активами сразу двух фирм. То есть кредитор в случае непогашения своих обязательств одной из слившихся компаний всегда может рассчитывать на их погашение второй компанией. В результате займы для объединенной компании будут стоить дешевле.

Однако и здесь есть своя оборотная сторона. Акционеры каждой из объединившихся компаний волей-неволей вынуждены гарантировать возвратность займов своего партнера по слиянию, жертвуя своими дивидендами и ничего не получая взамен. То есть их благосостояние не увеличивается, а, скорее, наоборот, уменьшается. Именно это противоречие является причиной того, что данный фактор не увеличивает стоимость компании.

Одновременно с синергетическим эффектом деятельность по слияниям и поглощениям сопровождается *эффектом обратного синергизма*, который имеет место при продаже подразделений или дочерних компаний (дивестировании): *4 - 2 = 3*

Его суть заключается в том, что для приобретающей в данном случае компании эксплуатация купленного объекта может быть гораздо более целесообразной, чем для продающей. В итоге приобретающая компания готова заплатить за объект больше, чем его оценивает продающая компания.

**Оценка эффективности слияний и поглощений**

Еще раз напомним основной принцип, лежащий в основе теории слияний. Слияния будут эффективными только в том случае, если в результате их проведения увеличивается благосостояние акционеров, достигаются определенные конкурентные преимущества. Как же можно оценить, что влияет на эффективность слияний, в каких случаях акционеры сливающихся компаний на самом деле станут "богаче", а в каких их интересы будут ущемлены? На что необходимо ориентироваться, принимая решение о проведении слияния/поглощения с тем, чтобы извлечь из сделки выгоду, а не понести убытки?

Для начала необходимо отметить, что инициатором сделки, как правило (и что вполне логично и очевидно), является более крупная компания. Допустим таковой является компания **А**, объявившая о своем намерении проведения слияния с компанией **Б**.

Как уже было сказано в начале работы, при проведении сделок слияния/поглощения акции приобретаемой компании выкупаются у ее акционеров и перестают обращаться на рынке. Вместо них обращаются акции уже объединенной компании, которые являются теми же акциями приобретающей компании (компании **А**) после проведения ею дополнительной эмиссии. Разница между слияниями и поглощениями в том, что при слияниях акционеры приобретаемой компании (компании **Б**) становятся владельцами акций уже объединенной компании, наряду с акционерами компании А. При этом выкуп акций чаще всего принимает форму обмена акциями в определенной пропорции (например каждую акцию компании Б ее акционеры могут обменять на 0,7 акций компании А)

При поглощениях какого-либо участия в капитале объединенной компании акционеры компании Б они не имеют. Их акции просто выкупаются компанией А на договорной основе.

Очевиден тот факт, что для того, чтобы заинтересовать акционеров приобретаемой компании Б в совершении сделки, компании А необходимо обеспечить такие условия, при которых акционеры компании Б будут иметь определенный доход. С этой целью компания А покупает у акционеров Б их акции по цене, превышающей текущую рыночную стоимость. При этом величина премии зачастую представляет собой довольно большую величину.

Как уже было рассмотрено ранее, выгода от сделки для компании **А**, которая в то же время будет выгодой для компании **Б**, то есть совокупная выгода для обеих сторон от проведения слияния будет равна превышению действительной текущей стоимости (PV)[[3]](#footnote-3) объединенной компании **АБ** над суммой текущих стоимостей компаний **А** и **Б** отдельно взятых:

***Общая выгода от слияния = PVАБ – (PVА + PVБ)***

Однако необходимо учитывать, что прирост стоимости носит некий абстрактный характер – он будет иметь место только в будущем, после того как объединенные компании пройдут этап интеграции и деятельность новой компании будет носить стабильный характер, в момент же слияния никакого прироста стоимости объединенной компании быть не может.

Общая выгода распределяется между компаниями **А** и **Б**. Причем, выгода одной из сторон является издержками другой.

Для компании А издержками будет являться превышение цены покупки компании Б над ее действительной текущей стоимостью PV. Соответственно, это превышение в свою очередь является выгодой для компании Б.

***Издержки компании А (выгода компании Б) = Цена покупки - PVБ***

То есть, насколько больше компания А платит, чем получает, и является ее издержками. Остановимся на издержках поподробнее.

Мы знаем, что акционеры компании Б при слиянии получают определенную премию сверх рыночной цены обладаемых ими акций. Рыночная цена (MV) компании Б всегда отличается от ее действительной текущей стоимости (PV). Поэтому, чтобы учесть премию акционерам компании Б, мы преобразуем исходную формулу:

***Издержки компании А (выгода компании Б) =***

***(Цена покупки – MVБ) + (MVБ-PVБ)***

Таким образом, издержками компании А будет являться сумма премии, уплачиваемой акционерам компании Б, и разницы между рыночной и действительной текущей стоимостями компании Б.

Рассмотрим это на примере. Пусть рыночная стоимость компании Б - $9 000 000, а действительная текущая стоимость, рассчитанная на основе дисконтированных денежных потоков – $6 000 000.

Тогда издержки на проведения слияния для компании А составят (9 000 000 – 7 000 000) + (7 000 000 – 6 000 000) = $3 000 000.

Интересно, что если рыночная стоимость компании ниже ее действительной, то есть имеет место *недооценение* рынком действительной стоимости компани, то приобретающая компания может значительно сэкономить на расходах. Например, пусть цена покупки опять же $ 9 000 000, рыночная стоимость компании Б - $7 000 000, а действительная ее стоимость – уже $8 000 000. Издержки компании А будут равны (9 000 000 – 7 000 000) + (7 000 000 – 8 000 000) = $1 000 000

Этот фактор делает недооцененные компании очень привлекательным объектом для слияния/поглощения.

Все это относится, однако, к поглощениям, где премирование акционеров приобретаемой компании Б осуществляется в денежной форме.

При проведении непосредственно слияний, где осуществляется замена акций, то есть когда акционеры компании Б получают взамен своих акций акции компании А исходя из определенной пропорции, надо учитывать еще такой фактор, как стоимость акций компании А на момент проведения слияния. В зависимости от того, повышается или понижается рыночная цена акций с момента объявления о слиянии до непосредственного осуществления сделки, издержки компании А могут соответственно увеличиваться или уменьшаться, ведь если акции компании А дорожают, то акционеры компании Б получают большую стоимость при замене акций, и наоборот.

Оставшаяся часть общей выгоды, то есть разница между общей выгодой и издержками компании А, и будет составлять чистую выгоду акционеров компании **А (**одновременно это издержки компании Б).То есть

***Чистая выгода компании А = PVАБ – (PVА – PVБ) – (Цена покупки – PVБ)***

Логично, что сделка по слиянию/поглощению может считаться эффективной, если выгода, которую получает компания, превышает издержки, то есть, если чистая выгода для каждой из сторон будет являться величиной положительной.

В свете всего сказанного необходимо рассмотреть, как фондовый рынок реагирует на известие о проведении слияния.

Многочисленные эмпирические исследования, проведенные в отношении реакции фондового рынка на объявления о проводящихся слияниях и его дальнейшего поведения, позволяют сделать достаточно интересные выводы.

Исследования показали, что цены на акции приобретающей и приобретаемой компании ведут себя по-разному.

Акции приобретаемой компании начинают расти в цене сразу после объявления компаниями намерения о проведении слияния. Причина этому вполне объяснима - акционеры пребывают в ожидании получения значительной премии к текущей рыночной цене обладаемых ими акций со стороны приобретающей компании. Акции приобретаемой компании начинают дорожать, и, как только официально станет известно о цене, по которой будет производиться покупка акций, их рыночная цена вплотную подходит к цене покупки.

Если говорить о поведении цены акций приобретающей компании, то столь очевидного ее роста не наблюдается. В большинстве случаев если и наблюдается какой-либо рост, то совсем незначительный. Причем некоторые исследователи фондового рынка высказывают мнение, что оглашение намерения о проведении слияния может вызвать даже падение цен акций приобретающей компании. Однозначный ответ, почему это происходит, дать довольно сложно. Но, скорее всего, таким образом акционеры приобретающей компании выражают свое негативное отношение к тому факту, что она тратит большие деньги на предоставление далеко не маленькой премии акционерам приобретаемой компании, вместо того, чтобы направить их на выплату дивидендов или на развитие производства. Если цены вообще падают, то это означает, что акционеры считают величину премии слишком завышенной.

Графически поведение цен на рынке можно грубо представить в следующем виде.



Таким образом, если акционеры приобретаемой компании выгоду от слияния имеют уже при объявлении о слиянии, то для акционеров приобретающей компании выгода носит, скорее, долгосрочный характер. Их доля в общей выгоде от слияния вернется к ним, когда объединенная компания начнет свое функционирование и когда синергетический эффект начнет действовать, способствуя генерированию стабильно высоких денежных потоков. Только тогда, когда они будут уверены в этом, когда у них появится надежда на получение высоких дивидендов, рыночная цена объединенной компании начнет расти, способствуя увеличению благосостояния акционеров приобретающей компании.

Другими словами, благосостояние акционеров приобретаемой компании будет увеличиваться практически во всех случаях, в то время как "богатство" акционеров приобретающей компании будет расти только при условии улучшения финансовых показателей деятельности объединенной компании, что должно являться стимулом для высшего руководства компании. В этой связи руководство компании не должно увлекаться получением высокой прибыли в краткосрочном периоде в ущерб долгосрочной эффективности функционирования компании.

Здесь было бы полезным привести пример, описывающий так называемый эффект *"стартового запуска" (bootstrap effect).*

Пусть мы обладаем следующей информацией о компаниях (компания А – приобретающая, компания Б – приобретаемая)[[4]](#footnote-4).

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Компания А** | **Компания Б** |
| **Текущая прибыль, долл.** | 20 000 000 | 5 000 000 |
| **Количество акций** | 5 000 000 | 2 000 000 |
| **Прибыль на акцию, долл.** | 4,00 | 2,50 |
| **Цена одной акции, долл.** | 64,00 | 30,00 |
| **Отношение цены одной акции к прибыли на акцию (*P/E ratio*)** | 16 | 12 |

Допустим, акционеры компании Б согласились пойти на слияние при том, что компания А готова платить 35 долл. за каждую акцию (что превышает на 5 долл. текущую рыночную стоимость акций компании Б). Тогда меновое соотношение составит 35 долл./64 долл. = 0,547 акций компании А за 1 акцию компании Б. Компания А выкупает акции компании Б полностью. Для обеспечения акционеров компании Б их долей в капитале объединенной компании АБ компании А необходимо провести дополнительную эмиссию в объеме (2 000 000 акций компании Б) \* (0,547) = 1 093 750 акций.

Финансовые показатели объединенной компании АБ будут выглядеть следующим образом.

|  |  |
| --- | --- |
|  | **Компания АБ** |
| **Текущая прибыль, долл.** | 25 000 000 |
| **Количество акций** | 6 093 750 |
| **Прибыль на акцию, долл.** | 4,10 |
| **Цена одной акции, долл.** | 64,00 |
| **Отношение цены одной акции к прибыли на акцию (*P/E ratio*)** | 15,6 |

По всем правилам слияние не приносит экономических выгод самим компаниям непосредственно при совершении сделки. То есть в краткосрочном периоде времени две компании должны стоить ровно столько же, сколько и по отдельности, и приносить вместе такой же объем прибыли, как и по отдельности. Однако мы видим, что показатель прибыли на одну акцию увеличился на 0,1 долл. Суть *"эффекта стартового запуска"* как раз и заключается в том, что наблюдается увеличение прибыли, приходящейся на одну акцию, без каких бы то ни было реальных причин, касающихся непосредственно улучшения финансовых показателей деятельности объединенной компании.

За счет чего это происходит? Это вызвано тем, что коэффициент P/E ratio (отношение цены акции к прибыли на одну акцию) приобретающей компании превышает аналогичный показатель приобретаемой компании. В нашем случае у компании А этот показатель равен 64 долл./4 долл. = 16, а компании Б – 35 долл. (цена, назначенная компанией А)/ 2,5 долл. = 14. Наблюдается очень интересный эффект: пока показательP/E ratio приобретающей компании превышает Р/Е приобретаемой компании имеет место ничем не обусловленной повышение показателя прибыли на одну акцию, имеющее лишь математическую природу своего возникновение. Как только показатель Р/Е приобретающей компании становится ниже, чем у приобретаемой, данный эффект престает действовать. Например, если компания А выкупает акции компании Б по 45 долл., то меновое соотношение составит 45 долл./64 долл. = 0,703. Следовательно, необходимо провести дополнительную эмиссию в размере 2 000 000 \* 0, 703 = 1 406 000 акций. Тогда мы имеем:

|  |  |
| --- | --- |
|  | **Компания АБ** |
| **Текущая прибыль, долл.** | 25 000 000 |
| **Количество акций** | 6 406 000 |
| **Прибыль на акцию, долл.** | 3,90 |
| **Цена одной акции, долл.** | 64,00 |
| **Отношение цены одной акции к прибыли на акцию (*P/E ratio*)** | 16,4 |

Видно, что показатель прибыли на акцию уменьшился на 0,1 долл. также без каких-либо реальных на то причин.

Таким образом, при определенном соотношении финансовых показателей, а именно при покупке более прибыльной и более "дорогостоящей" компанией "отстающей" и неперспективной компании, можно добиться искусственного повышения прибыльности акций объединенной компании. Данный эффект вводит акционеров в заблуждение, заставляя их поверить в то, что эффективность деятельности компании повысилась, что способствует ложному повышению рыночных цен на акции компании и, в свою очередь, позволяет держать показатель Р/Е на определенном уровне. Так компания может продолжать осуществлять слияния, демонстрируя акционерам устойчивый рост прибыли, приходящейся на одну акцию (волна подобного рода слияний имела место в 60-е годы). Однако этот рост будет лишь ростом краткосрочного характера, в долгосрочной же перспективе подобные слияния со "слабыми" компаниями могут привести к убыточному бизнесу, снижению показателя Р/Е и другим неблагоприятным последствиям. И поэтому стоит только ведущей себя подобным образом компании-захватчику прекратить осуществлять слияния, как весь этот карточный домик может рухнуть.

**Особенности слияний и поглощений в России**

Проводимые в России в последнее время слияния и поглощения обладают рядом существенных отличий от того, что мы рассмотрели выше, то есть нормальной практики проведения слияний/поглощений в развитой рыночной экономике.

В последние годы в России наблюдался резкий скачок активности проведения сделок по слияниям/поглощениям. Комичность и абсурдность российской действительности заключается в том, что до этого, в начале девяностых, этой волне слияний предшествовала приватизация, сопровождающаяся стихийным процессом по разукрупнению собственности. В то время, не ради, а вопреки здравому смыслу, крупные предприятия со сложившейся инфраструктурой дробились на мелкие с целью удовлетворения сугубо субъективных интересов, а отнюдь не во имя повышения эффективности ведения бизнеса.

Можно с достаточной долей уверенности сказать, что зарождение института слияний и поглощений в России началось примерно с середины 90-х годов. Первыми в волне слияний оказались компании нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности. Создаваемые в то время вертикально интегрированные нефтяные компании (ВИНК) стали своеобразными пионерами в области слияний в России, являясь классическим примером вертикального типа слияний. Подобные слияния помогли решить не только производственные задачи, но и создали предпосылки для обеспечения конкурентоспособности российских ВИНК на мировом рынке. Примером может служить создание холдинга вокруг НК "ЛУКОЙЛ", создавшего единую технологическую цепочку "от скважины до бензоколонки". В других компаниях этот процесс проходил в форме поглощений - так это было с АО "Сургутнефтегаз", поглотившим АО"КИНЕФ" и ряд компаний нефтепродуктового обеспечения.

В принципе нефтяная промышленность стала поистине одной из самых "популярных" отраслей по количеству проводимых слияний и поглощений. Это легко объяснимо в условиях того, что эта отрасль, как и другие экспортоориентированные добывающие отрасли российской промышленности, одна из немногих, которая выпускает конкурентоспособную продукцию на мировом рынке. При этом существует еще одна деталь: практически у всех нефтяных компаний отсутствует баланс добытой и переработанной и реализованной нефти. У одних он отрицательный, у других - положительный. объединяясь, нефтяные компании дают возможность друг другу избежать значительных потерь.

Говоря об интегральных слияниях, можно сказать, что они, пожалуй, более всех других типов слияний распространены в России. Вертикально интегрированная схема функционирования компаний особенно эффективна при том кризисе неплатежей, который имеет место в России и по сей день. Вертикальные слияния, кроме всех описанных выше преимуществ, в российских условиях имеют еще одно, пожалуй, самое важное - они позволяют решить проблему с дебиторской задолженностью (огромная масса которой лежит тяжелым бременем на большинстве российских предприятий) в рамках хотя бы одного производственного процесса..

Еще одной отличительной чертой российских слияний и поглощений является их чрезмерная политизированность. Большинство из них выражают политические интересы либо местных администраций, либо других уровней власти. то есть о стремлении к достижению приоритетной цели в рыночной экономике - увеличению благосостояния акционеров - не может быть и речи. Как правило, подобные сделки идут вообще вразрез с интересами акционеров.

**Заключение**

Слияния и поглощения являются очень эффективным инструментом реструктуризации компании. С помощью этого внешнего пути развития компания обеспечивает соотвтествие своей деятельности выбранной концепции развития. Слияния и поглощения обладают целым рядом преимуществ по сравнению с внутренними методами корпоративного развития. Основным из них, служащим одновременно главным мотивирующим фактором к проведению слияний и поглощений, является синергетический эффект, выражающийся в создании дополнительной стоимости от слияния/поглощения.

Эффект от проведения слияний/поглощений носит, скорее, долгосрочный характер, поэтому важным моментом является приоритет долгосрочных ориентиров развития над стремлением извлечения краткосрочных выгод, который должен соблюдаться руководством сливающихся компаний.

Основной проблемой при проведении подобных процедур является достивжение эффективности слияния/поглощения, имеющей место только при увеличении благосостояния акционеров и достижении конкурентных преимуществ. На это следует обращать особое внимание, поскольку среди проводимых в последнее время сделок по слияниям/поглощениям достаточно велика доля неудачных, неэффективных, приводящих впоследствии к распаду объединенной компании.

**Литература:**

Аккерман Ш., Свирщевская А., "Азбука M&A"//"Рынок ценных бумаг", №6, 1998 г.

Баев С. "Как проникнуть на рынок Cеверо-Запада"//"Рынок ценных бумаг", №8, 1998 г.

Блейк Э., Леви Ф., "Мифы о реструктуризации в России"//"Рынок ценных бумаг", №6, 1998 г.

Ляпина С., "Слияния и поглощения – признак развитой рыночной экономики"//"Рынок ценных бумаг", №8, 1998 г.

Саркисянц А., "Слияния, банкротства и фондовый рынок"// "Рынок ценных бумаг", №3, 1998 г.

Журнал "Эксперт", №33, 1998 г.

Дж. К. Ван Хорн, "Основы управления финансами", Москва, "Финансы и статистика", 1996 г.

Гарднер Д. и др., "Привлечение капитала", Москва, "Джон Уайли энд Санз", 1995 г.

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, "Principles of Corporate Finance", McGrawHill, 1996

Chandra P., "Financial Management: Theory and Practice", New Delhi, Tata McGrawHill, 1991

1. См. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, "Principles of Corporate Finance", McGrawHill, 1996, стр. 938-939 [↑](#footnote-ref-1)
2. См. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, "Principles of Corporate Finance", McGrawHill, 1996, стр. 921 [↑](#footnote-ref-2)
3. В данном случае под PV подразумевается стоимость компании, рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков [↑](#footnote-ref-3)
4. Пример взят из Дж. К. Ван Хорн, "Основы управления финансами", Москва, "Финансы и Статистика", 1996, стр. 676 [↑](#footnote-ref-4)