

# Содержание

<b>Введение</b> . . . . .	5
<b>Раздел 1. РАЗВИТИЕ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В РОССИИ</b> . . . . .	9
1.1. Этапы становления рынка слияний и поглощений в России . . . . .	9
1.2. Влияние рынка М&А на капитализацию компаний . . . . .	41
1.3. Цели акционеров и менеджмента компании . . . . .	63
1.4. Оценка стоимости бизнеса . . . . .	73
<b>Раздел 2. ФОРМИРОВАНИЕ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА ПОСРЕДСТВОМ СДЕЛОК М&amp;А</b> . . . . .	81
2.1. Составляющие добавленной стоимости . . . . .	81
2.2. Экономическая добавленная стоимость — фактор целесообразности сделки М&А . . . . .	93
2.2.1. Методы стоимостного подхода в управлении . . . . .	93
2.2.2. Основные методы стоимостного подхода . . . . .	95
2.2.3. Другие показатели стоимостного подхода . . . . .	105
2.2.4. Основные критерии, способствующие созданию стоимости . . . . .	107
2.3. Факторы, влияющие на создание добавленной стоимости . . . . .	110
2.4. Типы сделок М&А и добавленная стоимость . . . . .	119
2.4.1. Типология сделок . . . . .	119
2.4.2. Горизонтальная интеграция . . . . .	122
2.4.3. Вертикальная интеграция . . . . .	130
2.4.4. Конгломератные сделки М&А . . . . .	143

---

2.5. Ключевые показатели, определяющие рост стоимости компании . . . . .	147
2.6. Этапы реализации стратегии, направленной на повышение стоимости компании. . . . .	150
<b>Раздел 3. ПУБЛИЧНОСТЬ И НЕПУБЛИЧНОСТЬ КОМПАНИИ, ВЛИЯНИЕ НА СОЗДАНИЕ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ. . . . .</b>	<b>167</b>
3.1. О роли публичности в инвестиционной привлекательности компании . . . . .	167
3.2. Публичный рынок и рынок M&A . . . . .	183
3.3. Ожидания акционеров . . . . .	210
3.4. Ожидания инвесторов . . . . .	212
<b>Заключение . . . . .</b>	<b>215</b>
<b>Список использованной литературы . . . . .</b>	<b>216</b>

## Введение

**В современных** экономических условиях рынок слияния и поглощения превратился в один из эффективных инструментов, способствующих динамичному развитию компании различной формы собственности и отраслевой принадлежности. При этом процессы слияний и поглощений затрагивают интересы всех уровней национальной экономики (социальную, экономическую и политическую сферы). Развитие российской экономики в условиях общей глобализации рынка товаров и концентрации капитала предъявляет ко всем собственникам новые требования к управлению бизнесом. Особенностью такой трансформации являются развитие процессов слияний и поглощений, а также использование расширенного инструментария по привлечению необходимого финансирования (акционерного и долгового) для решения поставленных задач. Как следствие, российский рынок M&A (mergers and acquisitions — слияние и поглощение) ежегодно растет не менее чем на 30–40%, рынок ценных бумаг увеличивается в среднем на 40%. Необходимо отметить, что основное преимущество слияний и поглощений по сравнению с эволюционным развитием компании состоит в повышении конкурентоспособности, как всей экономической системы страны, так и отдельных ее хозяйствующих субъектов, а также в ускорении темпов и повышении вероятности достижения эффективного экономического роста.

Активизация процессов слияний и поглощений в России оказывает существенное влияние на развитие игроков рынка и в некоторой степени предопределяет их дальнейшую

судьбу. Мировой рынок слияний и поглощений в последнее время достиг небывалых масштабов (в 1999 г. объем сделок M&A достиг около \$3,4 трлн, в 2006 г. — \$3,8 трлн, а в 2007 г. составил порядка \$3,9 трлн). Это, в свою очередь, привело к фундаментальным изменениям в ряде отраслей, особенно в банковском секторе, на фармацевтическом рынке, в телекоммуникационной отрасли и др. При этом многие эксперты сомневаются в эффективности таких сделок с точки зрения создания стоимости. Так, в результате проведенных исследований было отмечено, что большинство слияний и поглощений не привело к созданию стоимости, неблагоприятный результат наблюдается в 60% сделок. В частности, большинство медленно растущих компаний так и не смогли увеличить темп роста, а темп доходов до сделок в некоторых случаях либо замедлился, либо не оправдал ожидания инициаторов сделки.

В России процессы слияний и поглощений развивались с присущей ей национальной особенностью. Большинство владельцев, осуществляя сделки M&A, уделяют вопросам создания стоимости при таких сделках недостаточное внимание. Конечно, динамичное развитие как отдельных секторов рынка, отраслей, так и экономики в целом позволяет в большинстве сделок получать определенный экономический эффект от таких операций, в основном за счет опережающих темпов роста их бизнеса по сравнению с остальными конкурентами. Кроме того, в период активного передела собственности, особенно в начале формирования предпринимательства в России, просто не было времени заботиться о том, насколько будет приращена стоимость бизнеса. Вопрос стоял так — или ты становишься владельцем «заводов, газет, пароходов», или остаешься не у дел. Такой подход заставлял собственников приобретать все, что можно было купить в период приватизации, распродажи государственного имущества и обеспечения дальнейшего своего благосостояния за счет формирования пула ликвидных активов. Особую роль в таких процессах сыграли

стоимость активов, уровень законодательной базы, отношение органов государственной власти или должностное положение на предприятии. В результате приобретения и закрепление собственности над предприятиями осуществлялось по цене значительно ниже их рыночной стоимости и, вполне естественно, что собственник в любом случае оставался в выигрыше. Эффект синергии был, как говорится, налицо. Однако времена активного безрассудного передела заканчиваются, постепенно процессы слияний и поглощений начинают приобретать все более цивилизованный вид, экономика стабилизируется, уровень корпоративного управления повышается, к тому же сокращается количество свободных активов, которые не закреплены или не находятся под властью крупных финансово-промышленных групп. И в этой ситуации все тяжелее компаниям извлекать значимую выгоду от приобретения тех или иных объектов на рынке. В этой связи необходима более тщательная проработка вопросов получения синергетического эффекта от сделки M&A и формирования дополнительной стоимости для их акционеров. Рассмотрение данного вопроса и есть задача нашей книги.

Надо сказать, что исследование процессов слияний и поглощений, определение критических параметров, влияющих на эффективность сделок слияний и поглощений в совокупности с протекающими экономическими преобразованиями в национальной экономике, позволяют выявить и определить факторы, влияющие на величину добавленной стоимости для акционеров при осуществлении таких сделок. В связи с чем данная тема представляется нам наиболее актуальной с точки зрения исследования и выработки методологических подходов к их практическому применению.

В представленном материале вы найдете основные критерии отбора проектов слияний и поглощений с точки зрения получения дополнительной стоимости, факторы, которые влияют на эффективность таких сделок, а также подходы к оценке бизнеса. Кроме того, мы постарались

теоретический материал подкрепить практическими примерами и анализом прошедших сделок M&A, позволяющим более полно оценить значение тех или иных показателей. Надеемся, что представленный материал позволит всем специалистам и собственникам компаний более широко ориентироваться в процессах слияний и поглощений, определять целесообразность таких шагов, а также получать практическую выгоду от осуществления сделок M&A.

---

---

«...Мистер Твистер,  
Бывший министр,  
Мистер Твистер,  
Миллионер,  
Владелец заводов,  
Газет, пароходов...»

*С. Я. Маршак*

## Раздел 1

# Развитие рынка слияний и поглощений в России

### 1.1. Этапы становления рынка слияний и поглощений в России

Развитие рынка M&A в России пришлось на середину девяностых годов — эпоху всеобщего развития предпринимательства. Однако это были скорее попытки застолбить «место под солнцем», шаги по наитию, нежели продуманная стратегия, основанная на формировании стоимости бизнеса. Поэтому в классическом понимании рынок слияний и поглощений начал развиваться с 1998 года, а информационные обзоры данных процессов начали появляться с конца 1999-го — начала 2000 г. С этого момента можно более или менее адекватно и достоверно проводить анализ протекающих процессов слияний и поглощений, а также оценивать их роль и влияние на отечественную экономическую систему и на отдельные секторы рынка.

Так, развитие рынка слияний и поглощений в России в последнее десятилетие, специфика его формирования отражают состояние и динамику развития всей отечественной экономики, которую можно характеризовать следующим:

1. Рост экономики и обострение конкуренции развивает рынок слияний и поглощений. Ежегодный рост сделок составляет порядка 30%.

2. Усиление роли государства в качестве активного игрока на рынке слияний и поглощений. За последние 2–3 года доля присутствия государственных корпораций в основных отраслях экономики возросла на 50–60%.

3. Высокая доля враждебных поглощений, которые сместились на бизнес средней капитализации. Порядка 80% всех сделок слияний и поглощений за последний год осуществляется с компаниями капитализацией до \$50 млн.

4. Использование публичного рынка в качестве источника для привлечения крупных финансовых средств (средний объем привлечения составляет порядка \$250–300 млн).

5. Основным мотивом сделок слияния и поглощения отечественных компаний является обострение конкуренции, недооцененность большинства отечественных компаний, недостаточный уровень корпоративного законодательства.

6. Увеличение сделок слияний и поглощений с участием иностранного капитала.

Таким образом, значимость процессов слияний и поглощений фондового рынка имеет существенное значение как для национальной экономической системы, ее роли на мировом рынке товаров и капитала, так и для отдельно взятого хозяйствующего субъекта.

Если говорить об основных этапах развития рынка слияний и поглощений, то можно выделить три основных периода, каждый из которых по-своему характеризует развитие рынка M&A в России (табл. 1).

Как мы видим, российский рынок слияний и поглощений прошел эволюцию от варварского захвата собственности к цивилизованному развитию процессов консолидации активов и концентрации капитала в рамках всеобщей глобализации мировой экономики.

Если говорить о тенденциях развития рынка слияний и поглощений, то в краткосрочном периоде они будут характеризоваться следующим:

- увеличением доминирования государственных компаний в стратегических и высокодоходных секторах рынка;
- увеличением сделок M&A с участием иностранного капитала;



- выходом госкомпаний на публичный рынок, в результате объединения и концентрации активов;
- обострением конкурентной борьбы и как следствие увеличением количества сделок M&A среди компаний средней капитализации;
- увеличением зарубежных слияний и поглощений с участием российских компаний.

Следует отметить, что наблюдаемые в последнее время позитивные преобразования позволяют полагать, что в дальнейшем развитие рынка M&A будет давать только положительные толчки развитию всей отечественной экономической системе. Такая значимая роль обусловлена тем, что в данных процессах участвуют не просто два хозяйствующих субъекта, а задействованы целые группы игроков, участники рынка, причем каждый в этом преследует свои интересы и подвергается разному воздействию. Конечно, доля их участия может быть как существенна, так и незначительна, но в любом случае они попадают под ее воздействие и не могут остаться в стороне от протекающих преобразований. Так, к участникам процесса слияний и поглощений можно отнести:

- акционеров и менеджмент компании-покупателя (причем цели осуществления, понимание целесообразности и определение эффективности сделки M&A у каждого могут различаться);
- акционеров и менеджмент компании-цели (реакция каждого на сделку также различна, так как для каждого она несет разные выгоды и последствия);
- конкурентов (изменение баланса сил в отрасли влечет за собой перераспределение доходов, а это не может не сказываться на каждом из игроков, даже если он активно и не участвует в процессе перераспределения);
- игроков смежных рынков (в зависимости от типа сделки M&A, при этом любое изменение в контроле над хозяйствующим объектом может нести для них изменение условий поставок, потребления, расчетов, цен и т. д.);
- государство в лице законодательной власти;

- государство в лице ФАС, регламентирующих параметры и условия сделки, а также контролирующие уровень конкуренции на рынке;
- государство в лице госкомпаний (как объектов, контролируемых стратегические отрасли экономики страны и реализующих государственную программу реформирования и развития экономики);
- внешних консультантов (оказывающих помощь в вопросах формирования структуры и правового обеспечения сделок слияний и поглощений);
- кредитные организации и фондовый рынок (как источник привлечения необходимого объема финансирования для осуществления сделок M&A);
- местные органы власти, на территории которых происходит сделка (участие которых может иметь как созидательный, так и созерцательный характер, по причине того, что для осуществления сделок M&A они могут быть задействованы в качестве административного ресурса, а также за счет того, что сделки M&A могут изменить объем налоговых отчислений, уровень промышленного потенциала региона, влиять на степень развития территории, а также качество жизни и уровень занятости населения и т. д.);
- судебные органы (в случае возникновения корпоративных конфликтов, а недовольные всегда найдутся);
- прочих участников (в зависимости от специфики сделки и рынка, масштаба игроков, юридической чистоты сделки и пр.).

Как мы видим, в круговорот M&A попадают значительное количество людей и структур, каждая из которых имеет свои взгляды и представления на этот процесс, к тому же обладающих различной властью и возможностями и соответственно по-разному пытающихся воздействовать на данный процесс. Такое количество интересов требует профессионального подхода к заключению сделки слияний и поглощений для того, чтобы она была осуществлена максимально эффективно для ее инициаторов.

Кроме того, на рынке слияний и поглощений принимают участие как отечественные, так и зарубежные компании,

что, ко всему прочему, требует знания специфики и особенности национальных законодательств их участников, а также обычаев делового оборота, принятых в международных отношениях хозяйствующих субъектов.

Возвращаясь к информационному полю рынка M&A, следует отметить, что и в настоящее время полноценной статистики по данному вопросу нет, что значительно затрудняет проведение полноценного анализа. В то же время на основании публичной информации, предоставленной самими компаниями, благодаря усилиям отдельных компаний, формирующих статистические показатели по данному процессу (прежде всего консалтинговых компаний) и публикующихся исследований в этой области, все же мы можем более или менее корректно провести анализ развития процессов M&A и оценить ее роль для экономики России.

Так, темпы роста сделок M&A в стоимостном и количественном выражении начиная с 2000 г. неуклонно растут, приобретая все более важное значение. Например, за последние 6 лет количество сделок увеличилось в 3,3 раза, а в стоимостном выражении практически в 5 раз (рис. 1).

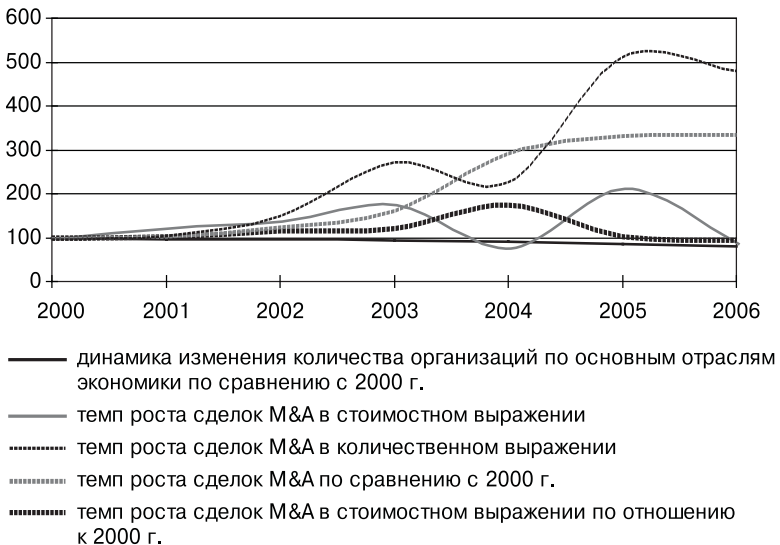


Рис. 1. Динамика сделок M&A в стоимостном и количественном выражении за период 2000–2006 гг.



Рис. 2. Количество организаций по основным отраслям экономики

Данная активность привела к тому, что количество организаций за период с 2000-го по 2006 г. сократилось на 20% (рис. 2).

Причем сокращения коснулись не только фирм-однодневок (с которыми государство начало активно бороться в последнее время), но и предприятий, представляющих реальный сектор экономики, что, с одной стороны, способствует формированию оптимального состава игроков на рынке, а с другой — уменьшает конкуренцию в отдельных секторах рынка и приводит к изменению расстановки сил в отрасли. Конечно, учитывая специфику первоначального передела, когда в большинстве случаев права за актив закрепились через процедуру банкротства (тогда эффективным методом было приобретение собственности за минимальные средства, да еще и путем отсечения значительного долгового обременения), такие преобразования характеризуют качество развития процессов слияний и поглощений в России.

В результате процесса сокращения численности игроков слабым компаниям придется уйти с рынка (посредством поглощения более крупными и сильными игроками или через банкротство) или им придется довольствоваться малым (доходность будет ниже отраслевого уровня, и положение компании будет постоянно балансировать на грани финансовой нестабильности). В противном случае стратегия раз-

вития компании должна будет претерпеть ряд серьезных корректировок в сторону более интенсивного увеличения своих объемов производства, с тем чтобы опережать темпы роста своих конкурентов и отрасли в целом. А это, как правило, подразумевает под собой стратегию активного роста. В то же время приобретение объектов, не способных принести компании ощутимых результатов, не приведет к укреплению позиций, повышению ее конкурентных преимуществ, а будет простым отвлечением средств и ресурсов компании. Поэтому вопросы, связанные с получением качественной синергии от таких сделок, в настоящее время стоят достаточно остро.

Как мы уже отмечали, значение процессов слияний и поглощений на различные отрасли и сектора рынка в начальных стадиях своего развития в большинстве своем имели ярко выраженный отрицательный характер. Это было обусловлено несколькими факторами:

- общим спадом экономической активности и кризисом неплатежей всех участников рынка;
- отсутствием необходимой финансовой платформы для обеспечения нормального функционирования бизнеса во всех секторах рынка;
- некачественным правовым полем в области корпоративного законодательства;
- отсутствие контроля государства над процессами преобразований (в том числе высоким уровнем коррупции, непрофессиональными шагами в области приватизации и пр.);
- сильной распыленностью акционерного капитала;
- низким правовым и финансовым уровнем менеджмента компании и собственников бизнеса.

Все это сделало процесс преобразований в экономике с точки зрения развития слияний и поглощений неуправляемым и «беспредельным» с правовой точки зрения. Это, в свою очередь, предопределило основной путь развития через «рейдерство», уровень которого в России достиг небывалых масштабов. Так, попыткам враждебного поглощения в той или иной степени подвергались практически все

отечественные компании. Причем и в настоящее время данная борьба не закончилась, хотя ее накал и снизился. В основном он перебрался на средний и мелкий бизнес, как наиболее незащищенный элемент.

### ===== ПРИМЕР

Так, по данным Управления экономической безопасности Москвы, предприятия торговли и сферы услуг являются лидерами в рейтинге привлекательных для рейдеров объектов. В 2005 г. 37% (44 из 117 корпоративных конфликтов, рассмотренных Управлением) касались сфер торговли и услуг, в 2006 г. на их долю пришлось уже 45% (38 случаев из 84), с начала 2007 г. — 51% (25 случаев из 49). И это только факты, которые учтены и по которым проводились и проводятся следственные действия. Реально же таких случаев еще больше. Собственники вынуждены либо самостоятельно проводить активные меры по защите своих прав, либо привлекать к данным разбирательствам более сильных игроков, покровителей. Нередко в борьбе против рейдеров привлекались другие рейдеры, которые называют себя «белыми рейдерами», хотя, по сути, это такая же структура, только выступающая на стороне потерпевшей стороны. Иногда такая тактика оказывалась эффективной, но зачастую это все равно приводило к потере собственности или части ее, так как использование структур, специализирующихся на таких захватах дело недешевое (ведь борьба осуществляется практически теми же способами и методами, что и при атаке на компанию, т. е. посредством подкупа должностных лиц, привлечения силовых структур, охранных фирм и т. д.). Кроме того, этот рынок по-своему узок, и его игроки знают друг друга если не в лицо, то, по крайней мере, кто стоит за той или иной структурой. А в зависимости от «силы» хватчика определяется и бюджет защиты.

Второй причиной снижения активности рейдерских сделок в мегаполисах является перенос действий в регионы, что вызвано сокращением возможностей в Московском регионе и Санкт-Петербурге, а также повышением привлекательности региональных объектов. Так, стоимость объектов недвижимости в центральных частях городов России за последние 3 года увеличилась в среднем в 2–3 раза.

Если говорить о средствах, направляемых на осуществление рейдерских захватов, то можно отметить, что спекулятивные игры, связанные с приобретением активов фактически задаром и последующей их продажей, уже остались позади. Бюджет сделки M&A (с использованием технологии рейдерства) за последние 6 лет значительно увеличился. Конечно, каждая сделка M&A имеет свои индивидуальные особенности, которые зависят от наличия узких мест в компании-цели, наличия административного ресурса у хватчиков, коррумпированности должностных лиц и т. д.



Рис. 3. Бюджет «враждебного поглощения» по сравнению со стоимостью компании за период 2000–2006 гг. (по экспертным оценкам)

В то же время процент соотношения бюджета рейдерского захвата и справедливой стоимости актива сократился до 70% (рис. 3). Это раньше за \$1 млн можно было приобрести объект стоимостью, по крайней мере, \$10 млн, в настоящее время прибыль захватчиков значительно снизилась, что вызвано рядом факторов, о которых мы писали выше.

Схема привлечения средств и формирования бюджета захватов строится, как правило, по сценарию, представленному на рис. 4.

В случае успешного завершения проекта объект либо передается заказчику, который финансировал проект, либо продается третьему лицу.

Таким образом, борьба за контроль над активами заставляла собственников концентрироваться не на развитии бизнеса, а на защите своих прав. Это приводило к тому, что прибыль изымалась из оборота, блокировались управленческие решения, которые бы способствовали выводу из кризиса компаний, находящихся в неудовлетворительном финансовом положении, осуществлялась скупка акций у оставшихся миноритарных акционеров с целью формирования контрольного пакета либо установления абсолютной власти над бизнесом и т. д. В этот период резко обостряются корпоративные конфликты между старыми и новыми собственниками. В итоге финансовые результаты деятель-

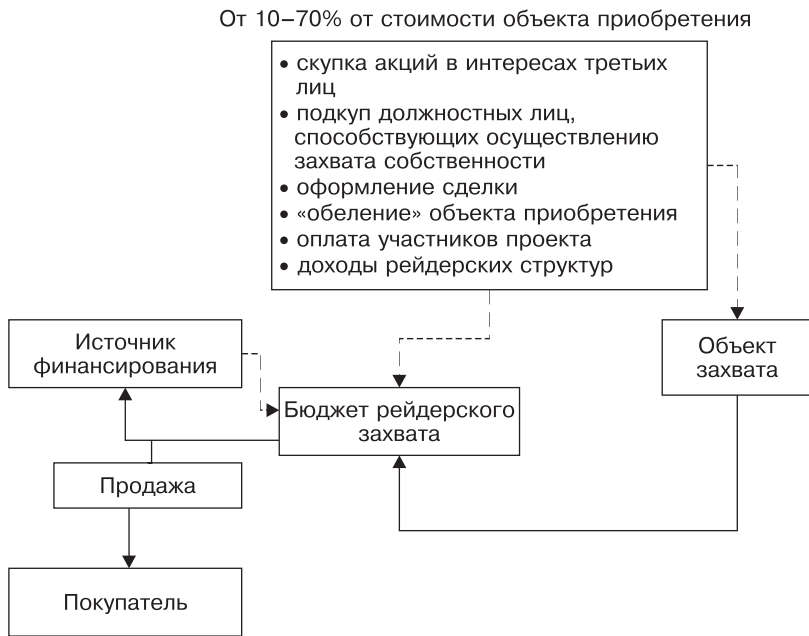


Рис. 4. Схема формирования бюджета рейдерского захвата

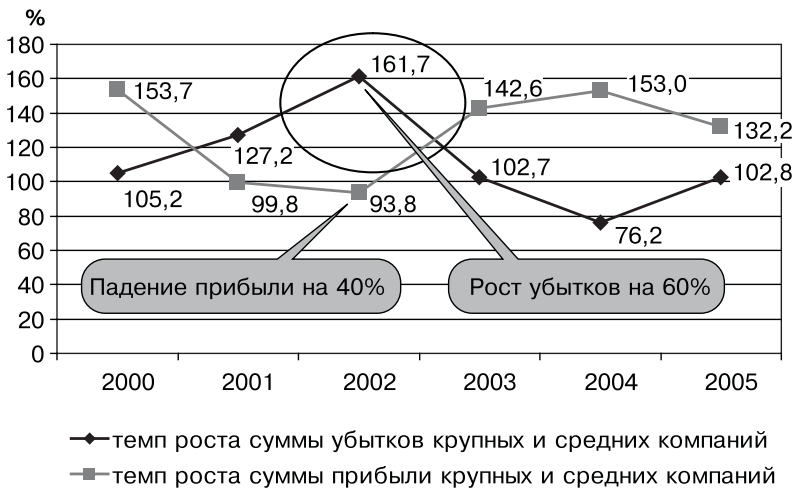


Рис. 5. Динамика изменения показателя суммы убытков и прибыли крупных и средних компаний в период 2000–2005 гг. (по данным Госкомстата РФ)



ности российских компаний стали приобретать ярко выраженный отрицательный характер. Сумма убытков крупных и средних компаний (а на их долю приходится около 80% всего промышленного производства в стране) в период пика корпоративных войн 2001–2003 гг. стала увеличиваться с невероятной прогрессией. Естественно, что прибыльность той же группы компаний демонстрировала такой же темп, только в обратном направлении. В итоге прибыль крупных и средних компаний в 2001–2002 гг. сократилась на 40%, а убытки возросли на 60% (рис. 5). Причем такое положение было характерным для всех отраслей экономики вне зависимости от привлекательности и ее доходности. Отклонение показателя убыточности от среднеотраслевого уровня составляло около 20–30%.

В настоящее время мы можем наблюдать в данном вопросе положительную динамику, что говорит о переходе данного процесса на цивилизованный путь развития (рис. 6).



Рис. 6. Удельный вес убыточных предприятий от общего количества в отдельных отраслях экономики за период 2000–2006 гг. (по данным Госкомстата РФ)

Индекс производства, если взять 1991 г. за 100%, только в топливном секторе после 2003 г. принял положительную динамику. В остальных видах экономической деятельности рост индекса остается ниже уровня 2000 г., при этом наибольший упадок приходится на период 2001–2003 гг. (табл. 2).

Кроме того, данные процессы стали сказываться и на поступлении налоговых платежей во все уровни бюджета. В период 2001–2003 гг. темпы роста налоговых поступлений снизились на 50% (рис. 7).

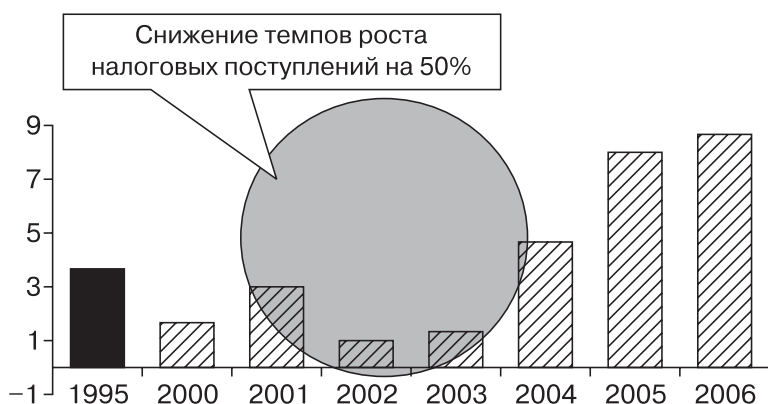


Рис. 7. Темпы роста налоговых платежей в бюджет РФ за период 1995–2006 гг. (по данным Госкомстата РФ)

Как результат бюджетная недостаточность не способствовала санации государственного сектора, осуществлению масштабных государственных закупок, поддержке основных промышленных центров, а еще больше давала крен в сторону распродажи активов и увеличению налоговой нагрузки, что загоняло предприятия в кризис неплатежей и приводило к банкротству. Это, в свою очередь, активно использовалось рейдерскими структурами, когда за копейки приобретались долги или акции предприятия и происходила смена власти на предприятии. Конечно, акционеры охотно расставались со своими «акциями-бумажками», так как никаких преференций это им не давало (практически 80% компаний в течение всего периода своего существования

Таблица 2

**Индекс промышленного производства по видам экономической деятельности  
за период 2000–2006 гг.\***

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Добыча полезных ископаемых	74,3	78,8	84,2	91,5	97,7	99	101,3
Добыча ТЭ полезных ископаемых	80,9	85,8	92,1	101,6	109,4	111,4	114,2
Добыча полезных ископаемых, кроме ТЭ	60	57,7	57,2	58,6	63,6	61,6	62,7
Обрабатывающие производства	51	52	52,6	58	64,1	67,8	70,8
Текстильное и швейное производство	23,4	25,2	24,6	24,9	23,9	23,5	25,2
Целлюлозно-бумажное производство, издательская и полиграфическая деятельность	81,2	89	92,6	99,8	104,9	106,2	113

Производство кокса и нефтепродуктов	60,1	61,8	64,6	66	67,6	71,3	75,6
Химическое производство	69,8	70	70,1	73,9	78,8	80,8	82,3
Металлургическое производство	66,8	69,9	73,5	78,8	81,9	86,6	94,2
Производство машин и оборудования	32,3	34,4	31,4	37,4	45,3	45,3	46,8
Производство электрооборудования	45,3	49,1	45,3	64,9	87,3	105,4	99,6
Производство транспортных средств и оборудования	53,1	39,1	38,7	44,1	49,2	52,2	53,9
Прочие производства	60,4	65,5	68,1	75,5	83,4	84	90
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	76,9	78	81,7	84,4	85,5	86,5	90,1

\* По данным Госкомстата РФ.

как акционерного общества не выплачивали дивидендов как в силу своего неблагоприятного финансового положения, так и по причине увода прибылей на аффилированные с руководством предприятия компании), а стоимость жизни росла ежемесячно.

Естественно, что такое положение дел не могло продолжаться бесконечно, активы стали обретать собственников, которые начали не только развивать предприятия, но и могли защитить свой бизнес от посягательств извне и изнутри. В борьбе за контроль основные ликвидные активы выводились на новое юридическое лицо, а все долги и проблемы оставались на старом предприятии. В результате бизнес структурировался как доходный источник притока денежных средств, а также очищался от всего ненужного и непрофильного. Здесь, конечно, нельзя говорить о том, что все развивалось так легко и безболезненно для новых собственников. Конечно, проблемы всегда сопровождают ведение любого бизнеса. Однако руководить бизнесом стали люди, которые уже по-новому рассматривали стратегию развития компании, обладающие влиянием, административным ресурсом, а также способные привлекать необходимые денежные средства для его развития. Это в конечном итоге и стало формировать тот класс собственников, которые в настоящее время и осуществляют развитие бизнеса во всех отраслях экономики России.

Однако даже в настоящее время приобретение предприятий посредством скупки акций у миноритарных акционеров происходит с присущей российской особенностью — все равно, что на рынке семечки покупают — быстро и дешево. Показательным в этом плане может служить случай, опубликованный в газете «Просторы России» № 37 от 12.09.2007 г.

---

---

#### ПРИМЕР

Так, по собственным источникам газеты «Просторы России», контроль над ОАО «Орловский завод силикатного кирпича» получила Воронежская инвестиционная палата. Скупка акций произошла молниеносно: в пятницу в Орел прибыли представители покупателя (по словам очевидцев, «с мешком денег»), а во вторник новые собственники уже встречались с коллективом завода.

Все было хорошо организовано: на руках у визитеров были списки держателей акций, их адреса и телефоны. До поздней ночи они совершали обход акционеров и предлагали им продать акции. Многие акционеры — физические лица продали свои бумаги. Люди сразу получили на руки по 30–50 тыс. руб.

В результате 51% акций завода был приобретен буквально за выходные дни. Некоторые орловские эксперты предполагают, что завод куплен для дальнейшей перепродажи. Но новые владельцы контрольного пакета во вторник на встрече с коллективом предприятия объявили о том, что завод продолжит работу и сохранит свой профиль. Было также обещано, что производство на предприятии будет расширяться.

ООО «Воронежская инвестиционная палата» образовано в результате переименования и приведения в соответствие с нормами ГК РФ учредительных документов ТОО «Инвестиционная компания «Клондайк» (ТОО «ИК «Клондайк»). Уставный капитал — 140 млн руб. Численность персонала — 49 человек. Как сказано на сайте компании, одним из основных видов деятельности «являются прямые инвестиции в акционерный капитал средних и крупных компаний Центрального и Южного регионов России в целях дальнейшего увеличения капитализации компаний и роста объемов работ. Мы видим нашу роль в управлении компаниями через участие в совете директоров и принятие стратегических решений».

Естественно, в этом случае не приходится говорить о каком-то понимании справедливой стоимости активов у бывших акционеров. Это позволяет получать выгоду — синергию — покупателям даже за счет простого «косметического» преобразования приобретенного актива. Поэтому все западные методики расчета синергетического эффекта от слияния активов, приобретения объектов производства «разбиваются» о простую российскую действительность, и это будет продолжаться до тех пор, пока:

- во-первых, сознание собственников не вырастет до уровня понимания и осознания того, что они являются владельцами целого комплекса имущественных прав, даже если они владеют всего 1 акцией;
- во-вторых, пока менеджмент (или владельцы контрольных, значительных пакетов акций) не начнет пересматривать свою дивидендную политику, с тем чтобы миноритарные акционеры ощущали, что эти «бумажки» способны приносить им хоть какие-то выгоды;

- в-третьих, пока не будет сформировано информационное поле, позволяющее получать доступную информацию о действительной стоимости активов во всех отраслях экономики, чтобы собственник знал, сколько стоит его доля и за какую цену следует расставаться с ней.

Тогда купля-продажа будет носить обоюдовыгодный характер, а цена сделки будет приближаться к справедливому рыночному уровню. В противном случае предприятия так и будут скупаться за «мешок денег».

На фоне данных преобразований, а также с учетом благоприятной рыночной конъюнктуры на мировых рынках (прежде всего цен на энергоносители) нельзя не отметить возросшую роль государства, которое стало одним из активных игроков на рынке М&А. Доминирование государства стало ощущаться практически во всех наиболее доходных отраслях и секторах рынка, прежде всего в сырьевом и финансовом (табл. 3).

Таблица 3

**Присутствие государства  
в секторах рынка, отраслях экономики**

Отрасли, секторы рынка	Доля присутствия государства в отрасли, секторе рынка (экспертная оценка)	Госкомпании или компании, контрольный пакет в которых принадлежит государству
Железнодорожный транспорт	~100%	ОАО «РЖД»
Контейнерные перевозки	~80%	ОАО «Трансконтейнер»
Транспортировка нефти	~90%	ОАО «Транснефть»
Титановый рынок	~80%	ОАО «ВСМПО-Ависма»
Авиастроительство	~100%	ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация»
Авиаперевозки	~40%	ОАО «Аэрофлот»

Продолжение табл. 3

Отрасли, секторы рынка	Доля присутствия государства в отрасли, секторе рынка (экспертная оценка)	Госкомпании или компании, контрольный пакет в которых принадлежит государству
Судостроение	~80%	ОАО «Объединенная промышленная корпорация»
Финансовый рынок	~40%	ОАО «Российская венчурная компания»
Банковский сектор	~60%	ОАО «ВТБ», ОАО «Сбербанк», региональные кредитные организации с долей местных органов власти
Электронная промышленность	~60%	ОАО «Российская электроника»
Электроэнергетика	~80%	ОАО «ФСК»
Алмазный рынок	~80%	ОАО «АЛРОСА»
Автомобилестроение	~50%	ФГУП «Рособоронэкспорт»
Машиностроение	~40%	ФГУП «Рособоронэкспорт», ОАО «Силловые машины»
Нефтегазовый сектор	~80%	ОАО «Газпром», ОАО «Роснефть»
Связь	~40%	ОАО «АФК «Система», ОАО «Ростелеком»
Угольный рынок	~30%	Через совместное предприятие «Газпрома» и «СУЭК»

В настоящее время процессы слияний и поглощений все еще находятся в стадии активного развития, их влияние на протекающие в отечественной экономике процессы значительны. Однако они все больше приобретают цивилизованный характер, что, в свою очередь, требует более детального их изучения.



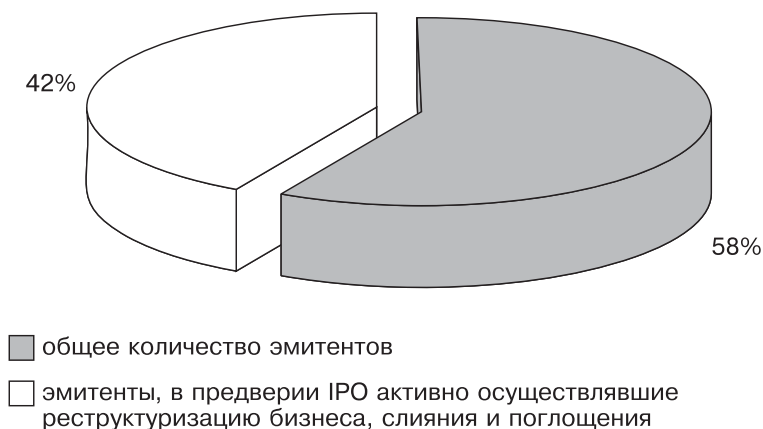


Рис. 8. Доля эмитентов, осуществлявших сделки M&A в преддверии IPO

В этой связи отдельного внимания заслуживает роль слияний и поглощений в развитии фондового рынка. Так, около 42% эмитентов в преддверии выхода на публичный рынок использовали рынок M&A для увеличения своей капитализации, что, в свою очередь, способствовало привлечению максимального объема средств (рис. 8).

Кроме того, около 77% объема средств, вырученных в ходе IPO, компании направляют на реализацию инвестиционных проектов, в том числе на осуществление сделок M&A (рис. 9).

В рамках взаимосвязи рынка капитала и M&A интересно рассмотреть и влияние процессов слияний и поглощений на конкурентную среду и рынок долговых инструментов. Так, по итогам 2006 г. около 50% компаний отмечали обострение конкурентной борьбы на рынке. Причем данный фактор присущ всем отраслям экономики. За последние 6 лет он возрос на 47%, что говорит о насыщении его игроками, способными обеспечить существующий спрос на товары, работы и услуги (рис. 10).

Другим фактором, ограничивающим деловую активность предприятий, является потребность в денежных средствах. В 2006 г. на его долю приходилось около 41%. В то же вре-