Министерство образования и науки Российской Федерации

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования

«КУБАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

(ФГБОУ ВО «КубГУ»)

Кафедра организации и планирования местного развития

КУРСОВАЯ РАБОТА 515/16

«Развитие современных компаний через реструктуризацию на основе их слияния и поглощения: цели, эффективность, последствия»

Работу выполнил 30.12.2016 Тикот Вадим Анатольевич
(подпись, дата)

Направление подготовки 38.03.04 Государственное и муниципальное управление
Направленность (профиль) Управление государственной и муниципальной собственностью

Научный руководитель канд. эконом. наук, доцент 30.12.2016 Т.Г. Лаврова
(подпись, дата)

Нормоконтролер канд. эконом. наук, доцент 30.12.2016 Т.Г. Лаврова
(подпись, дата)

Краснодар 2016

СОДЕРЖАНИЕ

Введение 3
1 Теоретические основы слияний и поглощений при реструктуризации компании 5
1.1 Понятие, ключевые особенности и классификации слияний и поглощений 5
1.2 Правовые основы регулирования механизма слияния (поглощения) компаний в соответствии с российским законодательством 11
1.3 Основные цели и мотивы в сделках слияний и поглощений 13
1.4 Этапы и участники сделок слияний и поглощений 18
2 Практика слияний и поглощений как способа реструктуризации компаний 25
2.1 Оценка эффективности слияний и поглощений 25
2.2 Особенности слияний и поглощений в России 28
2.3 Анализ сделки слияния и поглощения на примере ПАО «НК «РОСНЕФТЬ» и ОАО «ТНК-ВР Холдинг» 35
Заключение 41
Список использованных источников 45

ВВЕДЕНИЕ

В последние годы все большую популярность приобретают сделки слияний и поглощений, получившие свое широкое распространение по всему миру. Важность и своевременность изучения данной темы обусловлена сложившейся на сегодняшний день в России неблагоприятной экономической обстановкой. Компании в поиске путей преодоления кризиса все чаще прибегают к такой форме достижения стратегических целей на рынке как слияния и поглощения. К тому же, от правильности оценки эффективности такой сделки зависит благосостояние не только самих владельцев и акционеров компании, но и в целом состояние отрасли на рынке.

Теме слияний и поглощений уделено достаточное внимание в отечественной и зарубежной литературе. Так в достаточной степени изложили сущность слияний и поглощений, рассмотрели развитие рынка слияний и поглощений в современной России, а также отразили их основные цели и этапы в своих трудах Рудык Н.Б., Авхачев Ю.Б., Щербаков В.А., Латыпова С.И., Коупленд Т. Вместе с тем, проблемы реализации сделок слияний и поглощений раскрыты не в полной мере. К тому же, на практике слияния и поглощения далеко не всегда приносят желаемый эффект из-за проблем, связанных с неверной оценкой потенциала поглощаемой компании или тяжело проходящей адаптацией персонала к новой организационной структуре. Это и определило объект и предмет исследования, а также его цель и задачи.

Объектом исследования является рынок слияний и поглощений.

Предмет – процессы объединения предприятий путем слияния или поглощения.

Целью данного исследования является изучение последствий сделок слияний и поглощений как способа реструктуризации компаний с точки зрения их эффективности, а также выявление основных целей и мотивов,

стимулирующих участников рынка к такого рода объединению.

Для достижения поставленной цели были определены следующие задачи:

- рассмотреть понятие, ключевые особенности и классификации слияний и поглощений;

- изучить правовые основы регулирования механизма слияния (поглощения) компаний в соответствии с российским законодательством;

- определить основные цели и мотивы в сделках слияний и поглощений;

- проследить этапы и участников сделок слияний и поглощений;

- оценить эффективность слияний и поглощений;

- исследовать особенности слияний и поглощений в России;

- проанализировать сделку слияния и поглощения на примере ПАО «НК «РОСНЕФТЬ» и ОАО «ТНК-ВР Холдинг».

В ходе исследования автор опирался на такие общетеоретические методы, как: анализ и классификация. Практическими методами исследования, используемыми автором, являются анализ, сопоставление и обобщение данных о сделках слияний и поглощений.

Курсовая работа имеет следующую структуру: введение, два раздела (первый – «Теоретические основы слияний и поглощений при реструктуризации компании», второй – «Практика слияний и поглощений как способа реструктуризации компаний»), заключение, список использованных источников.

1 Теоретические основы слияний и поглощений при реструктуризации компаний

1.1 Понятие, ключевые особенности и классификации слияний и поглощений

В современной экономической ситуации слияния и поглощения компаний – один из самых распространенных путей развития, одна из основных стратегий роста, к которой прибегают большинство даже самых успешных компаний, в том числе и множество транснациональных корпораций, обеспечивая тем самым глобализацию хозяйственной деятельности в различных секторах экономики. Процесс реорганизации в форме слияний и поглощений в настоящее время набирает обороты и становится абсолютно обычным явлением. С каждым днем все больше предприятий в стремлении к увеличению своего масштаба, экономии издержек, получения эффекта синергии выбирают стратегию слияния и поглощения, позволяющую сохранить существующие позиции на рынке и выбиться в лидеры. Для того чтобы оставаться конкурентоспособными, современным компаниям необходимо рассматривать возможности взаимодействия с другими игроками рынка, сопоставляя потенциал внутреннего роста и слияний [1].

Понятие «слияния и поглощения» или M&A (сокр. от англ. Mergers and Acquisitions – «Слияния и поглощения»), обозначающее экономические процессы по укрупнению бизнеса и капитала, пришло в Россию с Запада. Стоит отметить, что очень часто термины «слияния» и «поглощения» используются вместе, так как они достаточно условны и в мировой практике не существует четкого общепринятого разграничения между их определениями.

Согласно современному финансово-кредитному словарю под общей редакцией М.Г. Лапусты сделки по слиянию и поглощению представляют собой

«группу финансовых операций, цель которых — объединение компаний, банков и т. п. в один хозяйствующий субъект с целью получения конкурентных преимуществ и максимизации стоимости этого субъекта в долгосрочном периоде» [2].

Под слиянием понимается процесс, в результате которого происходит объединение двух и более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний, сохранением состава собственников [3]. В результате проведенной сделки сливающиеся компании прекращают свою деятельность как самостоятельные субъекты, образуя тем самым новое юридическое лицо. При этом слияние не предполагает контроля одного субъекта над другим. В общем смысле данный процесс можно представить в виде равенства D=A+B+C, где A, B и C – объединяющиеся компании, а D – это новая компания, образовавшаяся в результате объединения. Акционеры сливающихся компаний после объединения сохраняют свои права на акции, но уже нового общества. Новая компания в качестве самостоятельного участника рынка берет под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний – своих составных частей. В этом отношении данная форма полностью соответствует юридическому определению «слияния» в российском праве.

Операции на рынке слияний относятся к операциям первичного рынка ценных бумаг, поскольку связаны с выпуском новым обществом необходимого количества новых акций для их передачи акционерам объединяемых акционерных обществ.

Поглощение – это сделка, «предполагающая, что поглощающая фирма остается юридическим лицом, а поглощаемая ликвидируется, передав при этом первой все имущество, обязательства, долги» [4]. Поглощающая компания путем скупки контрольного пакета акций получает право собственности на компанию-цель. В результате процесса поглощения одно или несколько юридических лиц прекращают свою деятельность с передачей всех их прав и обязанностей

обществу, к которому они присоединяются (A=A+B+C). В российском законодательстве эта сделка соответствует понятию «присоединение». Как правило данный процесс сопровождается заменой менеджмента купленной компании и изменением ее финансовой и производственной политики.

Рынок поглощений связан с выкупом акций у их владельцев в требуемом количестве, а потому операции осуществляются преимущественно на вторичном рынке ценных бумаг. Однако существуют редкие исключения, когда необходим дополнительный выпуск акций для получения требуемых денежных средств. Анализ поглощений показывает, что в них в подавляющем большинстве случаев преобладает именно покупка акций, а значение конвертаций акций невелико, поскольку при поглощении покупатель не заинтересован в сохранении состава прежних акционеров и менеджмента [5].

Несмотря на то, что часто термины «слияние» и «поглощение» используются вместе, и любую сделку принято называть сделкой M&A вне зависимости от ее сущности, можно выделить существенные черты каждого из этих понятий. Так, например, в сделках слияний участвуют относительно равные компании, в то время как при поглощении приобретающая компания существенно больше приобретаемой. Как уже отмечалось ранее результат сделки слияния – образование новой компании с новым составом собственников; поглощения - компания-покупатель приобретает интересующий бизнес, акционеры приобретаемой компании получают вознаграждение за свой бизнес. При этом слияние определяется как любое объединение, осуществляемое в дружественной форме, а поглощение во основном ассоциируется с враждебным характером [6].

Таким образом, слияния и поглощения становятся инструментом, представляющим возможности для достаточно быстрого решение целого ряда проблем и задач, стоящих перед компаниями. Целью слияний и поглощений является достижение конкурентных преимуществ на рынке за счет увеличения

размера компаний, повышения устойчивости бизнеса, получения синергетического эффекта, позволяющего добиться наилучшего совокупного результата при взаимодействии объединившихся компаний, а также многих других факторов.

К положительным аспектам сделок слияния и поглощения можно отнести следующие:

— увеличение доли активов на балансе компании-инициатора;

— укрупнение доли в рыночном сегменте;

— снижение удельного веса затрат на единицу выпускаемой продукции или оказываемой услуги;

— увеличение капитализации компании-инициатора.

Отрицательными аспектами слияний и поглощений являются:

— увеличение доли обязательств компании-инициатора;

— усиление регулирования со стороны антимонопольного законодательства.

Основные факторы, содействующие международным слияниям и поглощениям на современном этапе:

1) всемирная глобализация экономических отношений вынуждает компании укрупнять капитал в целях более эффективного его использования;

2) либерализация трансграничного движения капитала снимает ограничения и запреты на ввоз и вывоз капитала, тем самым открывая возможность приобретения ценных бумаг иностранцами, а также открывая принципиально новые возможности для трансграничных займов и кредитов;

3) растущая значимость высокозатратной научно-исследовательской деятельности стимулирует повышения рисков в сфере исследований и разработок.

Существует достаточно большое количество типов слияний и поглощений, классифицирующихся по различным признакам. Наиболее важные признаки классификации этих процессов отображены на рисунке 1.

Рисунок 1 – Классификация типов слияний и поглощений компаний

Традиционно по характеру интеграции компаний в экономической науке выделяется 3 типа слияний и поглощений:

1) горизонтальные объединение представляют собой слияние двух и более компаний, занятых в одной сфере бизнеса, например, в случае приобретения предприятия конкурента, что приводит к укрупнению бизнеса и уменьшению конкуренции. Примером горизонтального объединения может служить сделка по слиянию автомобилестроительных концернов Daimler и Chrysler в 1998 году;

2) вертикальные объединения предприятий происходят в рамках единой технологической цепочки производственного процесса, позволяющей снизить себестоимость продукции. Как правило такое объединение связано с расширением компанией-покупателем своего бизнеса на стадию вверх - слияния

с поставщиком сырья. Примером является приобретение нефтяной компанией «ЛУКОЙЛ» в 1998 году нефтеперерабатывающего завода «PetroTel»;

3) конгломератные объединение связаны с объединением компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т.е. занимающихся различными видами деятельности. В рамках конгломерата объединяемые компании не имеют ни технологического, ни целевого единства с основной сферой деятельности фирмы-интегратора [7]. Отсюда и определение конгломератной компании, под которой понимается «фирма, внутри которой сосредоточены несколько видов бизнеса, принадлежащих к разным отраслям» [6]. Целью конгломератного объединения становится диверсификация производства и снижения риска зависимости от изменения деловой конъюнктуры. В качестве примера можно привести сделку 1997 года по слиянию крупнейшего производителя гражданской авиации Boeing с лидером в области оборонно-космической индустрии США – McDonnel Douglas.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний слияния и поглощения делятся на:

– национальные слияния и поглощения, которые осуществляются в рамках одной страны;

– транснациональные слияния и поглощения, в сделках которых участвуют компании, находящиеся в разных странах.

Следующим признаком классификации можно выделить отношение компаний к объединению, в результате которого сделки слияний и поглощений разделяют на [8]:

– дружественные объединения – управляющие обеих компаний одобряют проведение поглощения и рекомендуют своим акционерам также на него согласиться;

– враждебные объединения – управляющие компании-цели не согласны с поглощением и будут стараться всеми силами сорвать сделку.

Итак, понятия «слияние» и «поглощение» имеют множество определений, признаков классификации, но при этом сохраняют свою сущность, состоящую в объединении экономического потенциала и установления контроля в отношении компаний или их имущественных комплексов. Как отмечает И.С. Шиткина корпоративный контроль «не исчерпывается только концентрацией акций (долей участия) в руках одного или нескольких акционеров или участников. Контролировать деятельность корпорации - значит иметь возможность определять ее стратегию, политику, выбор долгосрочных целей и программ, иметь решающее влияние» [9]. Сделки по слиянию и поглощению открывают для компаний возможности воспользоваться навыками, опытом, ресурсами другой организации, а также позволяют добиться синергетического эффекта и увеличения стоимости бизнеса.

1.2 Правовые основы регулирования механизма слияния (поглощения) компаний в соответствии с российским законодательством

Под реорганизацией как экономической категорией согласно «Современному экономическому словарю» Райзберга Б.А. понимается «преобразование, переустройство организационной структуры и управления предприятием, компанией, при сохранении основных средств производственного потенциала предприятия» [4].

В Российском законодательстве не закреплено определение реорганизации, однако в соответствии со статьями 57-60 Гражданского кодекса Российской Федерации [10], статьями 15-17 ФЗ РФ «Об акционерных обществах» [11] и статьями 51-53 ФЗ РФ «Об обществах с ограниченной ответственностью» [12] выделяют пять видов данного механизма: слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование. В западной экономической литературе аналогичным понятием является «корпоративная

реструктуризация», объединяющее под собой такие мероприятия как слияния, поглощения, стратегические альянсы, продажу компании или части компании, а также создание дочерней компании (выделение) [13].

Реорганизация юридического лица может быть осуществлена по решению его учредителей (участников) или органа юридического лица, уполномоченного на то учредительным документом. Особенности реорганизации кредитных, страховых организаций, акционерных инвестиционных фондов и некоторых других юридических лиц, закрепленных в 57 статье Гражданского кодекса РФ, определяются законами, регулирующими деятельность таких организаций.

По мнению большинства исследователей, единственной общей чертой всех форм реорганизации является правопреемство, т.е. переход прав и обязанностей реорганизуемого юридического лица к его правопреемникам [14].

Под слиянием обществ в российском законодательстве понимается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних. Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу. Общее собрание учредителей (участников) каждого общества, участвующего в реорганизации, принимает решение об утверждении договора о слиянии или присоединении, в зависимости от формы реорганизации, и решение об утверждении передаточного акта (при слиянии также принимается устав нового общества).

В случае слияния юридическое лицо считается реорганизованным с момента государственной регистрации вновь возникших юридических лиц. При реорганизации в форме присоединения к нему другого юридического лица первое из них считается реорганизованным с момента внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого в соответствии с передаточным актом.

Государственная регистрация вновь возникших в результате реорганизации обществ и внесение записи о прекращении деятельности реорганизованных обществ осуществляется в порядке, установленном в 5-ой главе ФЗ РФ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» [15].

В случае слияния права и обязанности каждого из реорганизованных обществ переходят к вновь возникшему юридическому лицу. При присоединении юридического лица к другому к последнему переходят права и обязанности первого в соответствии с передаточным актом, основные положения которого отражены в 59 статье Гражданского кодекса РФ [10].

Реорганизуемое общество после внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о начале процедуры реорганизации дважды с периодичностью один раз в месяц помещает в средства массовой информации от лица всех участников данной операции сообщение о реорганизации. При этом кредиторы в течение 30 дней после этого вправе потребовать от общества досрочного исполнения или прекращения обязательств и возмещения им убытков.

1.3 Основные цели и мотивы в сделках слияний и поглощений

Прежде чем приступить к рассмотрению процессов слияний и поглощений компаний, необходимо обратить внимание на очень важный вопрос, касающийся выбора стратегии развития: почему компании предпочитают именно слияния и поглощения, а не альтернативные варианты реорганизации или стратегию органического роста.

Как отмечается в западной экономической науке, основной целью реорганизации для менеджеров компании является максимизация благосостояния акционеров, стабильное повышение прибыльности, а также

стремление добиться устойчивого, высокого экономического положения фирмы в условиях конкуренции [16]. Слияния и поглощения в этом случае как инструмент оказывают значительный экономический эффект при реализации намеченных целей и задач, помогают увеличить масштаб и стоимость бизнеса, а также открывают новые возможности для роста.

На протяжении многих лет отечественные и зарубежные ученые, изучая практики рынка корпоративного контроля, пытаются понять движущий мотивы слияний и поглощений для компаний, активно использующих в своей деятельности данную стратегию развития [17]. Как правило фирмы при реструктуризации руководствуются не одной причиной, а группой факторов, способствующих в той или иной степени улучшению положения на рынке.

Существует множество интерпретаций мотивов слияний и поглощений, однако в большинстве случаев они все совпадают и их отличия заключаются лишь в формулировке. Например, Ю. Бригхем и Л. Гапенски выделяют следующие причины слияний и поглощений [18]: синергия, налоговые мотивы, покупка активов по цене ниже стоимости замещения, диверсификация, личные мотивы управляющих и ликвидационная стоимость компании. Ф.М. Шерер и Д. Росс также отмечают повышение качества управления [19].

Итак, рассмотрим основные мотивы проведения сделок слияний и поглощений, представленные в современной экономической литературе:

1) синергия. Получение синергетического эффекта – это наиболее распространенный мотив, которым руководствуются компании при проведении слияний и поглощений и который используется в оценках эффективности сделок как российскими авторами, такими как И. Ивашковская [20], А. Марченко [21], так и зарубежными - Э. Кемпбелл [22].

Для того, чтобы понять сущность и важность данного мотива, необходимо в первую очередь определиться с таким понятием как «синергия». Коупленд Т. и Коллер Т. под синергией понимают сумму всех выгод от создания

интегрированной производственной системы для каждого ее участника, включая маркетинговые, технологические, информационные, экономические и финансовые составляющие, извлечение которых было бы невозможно при разрозненном функционировании участников, а также за счёт экономии на масштабе [23].

Немного другое определение дает Авхачев Ю.Б. В его понимании синергетический эффект – это усиление имеющихся конкурентных преимуществ за счет приобретения преимуществ друг друга, что применительно к слияниям и поглощениям означает способность объединенной компании приносить прибыль большую, чем суммарная прибыль двух ранее существовавших компаний в отдельности [24].

На основе вышесказанного можно сделать вывод, что эффект синергии от слияния (поглощения) компаний – это добавленная стоимость от объединения и согласованного действия компаний, позволяющая добиться конкурентных преимуществ недоступных при разрозненном функционировании бизнес-единиц. Данное определение наиболее наглядно представлено в виде формулы - «2+2=5».

Синергетический эффект возникает благодаря:

- экономии, обусловленной масштабами - связана с уменьшением издержек на единицу продукции по мере увеличения объема выпуска;

- комбинированию взаимодополняющих ресурсов;

- мотиву монополии, дающему возможность объединенной компании снизить ценовую конкуренцию, повысить эффективности работы с поставщиками за счет увеличения совокупного объема закупок и получения скидок;

- разработке новых технологий и созданию новых видов продукции.

Таким образом, получение синергетического эффекта – один из важнейших мотивов при проведении слияния (поглощения). Величина эффекта

синергии выступает одним из основных критериев целесообразности сделки и напрямую влияет на решение о покупке;

2) повышение качества управления - реализуется благодаря более эффективному управлению активами компании, обладающей до проведения сделки по слиянию (поглощению) недейственным и безрезультатным менеджментом. Нередко встречаются компании, в которых не до конца использованы все имеющиеся возможности снижения затрат и повышения объемов продаж и прибыли. Именно такие фирмы становятся естественными кандидатами на поглощение со стороны компаний, имеющих более эффективные системы управления. Однако в таком случае важно трезво оценивать свои возможности, чтобы не попасть в ситуацию невозможности контролировать поглощаемую компанию, особенно, если речь идет об управлении более сложной организацией с незнакомыми технологиями и рынками;

3) налоговые мотивы. Снижение налоговой нагрузки реализуется:

- во-первых, посредством приобретения высокоприбыльной фирмой, несущей высокую налоговую нагрузку, компании с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом;
- во-вторых, за счет переноса убытков на будущее. Согласно 283 статье Налогового кодекса РФ налогоплательщик вправе перенести на текущий отчетный (налоговый) период сумму полученного в предыдущем налоговом периоде убытка [25]. Так, созданная в результате сделки по слиянию или присоединению организация обладает правом уменьшить налоговую базу текущего налогового периода на сумму убытка, полученного компанией, входившей в консолидированную группу налогоплательщиков до реорганизации;

4) диверсификация - представляет собой инвестирование средств в разные активы с целью снижения рисков и реализуется через возможность использования избыточных производственных и финансовых ресурсов

компании. Это еще одна очень часто встречающаяся причина слияний и поглощений, дающая возможность бизнесу запустить новые продукты и выйти на новые рынки. Этот мотив связан с надеждами на изменение структуры рынков или отраслей с ориентацией на доступ к новым важным ресурсам и технологиям, также он позволяет компаниям идти в ногу со временем и зарабатывать на новых рынках. Так компания Berkshire Hathaway, занимавшаяся производством текстильной продукции, в середине 1960-х гг. решила расширить сферу своих интересов и в 1967 году провела сделку по слиянию и поглощению со страховой компанией National Indemnity Company. На сегодняшний день Berkshire Hathaway - холдинговая компаня, основным видом деятельности которой является страхование: включая дочернюю компанию GEICO Corporation, шестого по величине поставщика услуг автострахования в Соединенных Штатах, и General RE Corporation, одного из четырех крупнейших операторов на рынке вторичного страхования в мире [26];

5) получение выгоды при покупке недооцененной компании. Иногда фирма рассматривается как кандидат на возможное приобретение из-за того, что стоимость ее активов значительно выше их рыночной оценки. Такая ситуация может возникнуть в результате несовпадения рыночной и балансовой стоимости приобретаемой фирмы. Рыночная стоимость фирмы базируется на ее способности приносить доходы, чем и определяется экономическая ценность ее активов. Но на практике рыночная стоимость не всегда дает справедливую оценку компании и очень часто оказывается меньше балансовой в связи с влиянием таких факторов как инфляция, моральный и физический износ и т.д. Данный мотив может быть также реализован в ситуации, когда гораздо проще купить функционирующее предприятие, чем строить новое;

6) получение выгоды при продаже компании по частям (продажа «вразброс»). Активы компании могут быть выгодно распроданы по частям в случае превышения ликвидационной стоимости над рыночной. Иначе этот мотив

можно сформулировать следующим образом: возможность «дешево купить и дорого продать». Нередко ликвидационная стоимость компании выше ее текущей рыночной стоимости. В этом случае фирма, даже при условии приобретения ее по цене, несколько выше текущей рыночной стоимости, в дальнейшем может быть продана по частям с получением продавцом значительного дохода. В целом если придерживаться точки зрения целесообразности, то ликвидация должна иметь место тогда, когда экономические приобретения перевешивают экономические потери;

7) личные мотивы управляющих. Теория гордыни, предложенная Ричардом Роллом в 1986 г. [27], предполагает, что поглощение ряда компаний происходит в результате субъективных решений менеджеров поглощающей компании даже в случае, если слияние не несет никакого синергетического эффекта. Некоторые ученые называют данную причину как «самоуверенность управляющих» [28]. Традиционно принято считать, что деловые решения основываются только на экономических рассуждениях. Однако нет сомнения в том, что некоторые решения связаны скорее с личными мотивами управляющих, чем с экономическим анализом. Даже в том случае, если слияние не несет никакого экономического эффекта, решение о сделке все равно принимается, так как менеджмент, игнорируя рыночную оценку бизнеса, самоуверенно считает собственную оценку более объективной.

Таким образом, преследуемые компаниями цели и мотивы слияний и поглощений разнообразны по своей структуре и содержанию. Следует отметить, что в большинстве случаев одной причины недостаточно для проведения сделки, и менеджмент компании рассматривает все возможные варианты развития, все экономические выгоды прежде чем прийти к данного рода реорганизации.

1.4 Этапы и участники сделок слияний и поглощений

Стратегия M&A должна являться неотъемлемой частью обшей стратегии компании, поскольку это еще один аспект, позволяющий решать поставленные перед компанией задачи и в то же время выгодно позиционировать себя относительно конкурентов. Процесс реализации функции слияния и поглощения у всех почти одинаков и, как правило, включает несколько последовательно осуществляемых этапов, каждый из которых имеет определенную цель [29].

Исследованиями в данной области занимаются многие эксперты, каждый из которых пытается составить универсальный проект процессов слияний и поглощений предприятий. Так, например, компания Watson Wyatt определила для себя пять этапов объединения фирм [30]: постановка задачи, оценка ситуации, исследование, проведение переговоров, реальное объединение. В то время как специалист в области корпоративного управления и контроля А. Е. Молотников предлагает следующие четыре стадии объединения предприятий [31]: изучение деятельности компании; проведение предварительных переговоров; осуществление мероприятий, направленных на поглощение компании; поглощение предприятия и выработка схемы управления полученными активами.

Подобных примеров существует достаточно много, но отличаются они в большинстве случаев лишь глубиной проработки данного процесса.

На рисунке 2 представлены приведенные С.И. Латыповой наиболее общие фазы процессов слияний и поглощений компаний, детальное изучение которых обеспечит успех объединения предприятий [32].

Рисунок 2 – Основные этапы сделок по слиянию и поглощению.

Рассмотрим каждый из данных этапов более подробно:

1) стадия определения стратегии. На первом этапе компания должна определиться с выбором корпоративной стратегии – это один из наиболее значимых шагов к выгодному развитию компании. Данный этап предполагает определение основных долгосрочных целей и задач предприятия и утверждение курса действий на пути к органическому росту или на пути к поиску удачных слияний или поглощений. Основные мотивы, движущие компаниями при выборе стратегии слияний и поглощений, мы рассмотрели ранее. Фирмы, прибегая к объединению предприятий, стремятся решить стоящие перед ней стратегические задачи, добиться необходимых результатов, развить и расширить свой бизнес. Исходя из этих целей вытекает план слияний и поглощений компаний, образованный, прежде всего, из стратегического плана корпорации;

2) стадия подбора квалифицированной команды, осуществляющей транзакцию. Вторым этапом, к которому не всегда с должным вниманием относятся компании, является создание квалифицированной команды. Помимо

инсайдеров в команду обычно приглашают аудитора, PR-менеджера, консультантов по бизнесу и кадрам, юриста и т.д. В результате создания такой многоплановой команды процесс слияний и поглощений компаний рассматривается и анализируется с разных точек зрения, что является немаловажным фактором успеха объединения;

3) стадия определения конечных результатов слияния или поглощения. Разобравшись со стратегией компании и соответственно со стратегией слияния или поглощения, корпорация-покупатель устанавливает для себя основные показатели, которые хочет достигнуть в ходе сделки. Этот этап достаточно важен с точки зрения анализа конечных результатов. Если эти критерии не были определены, то соответственно компания в итоге не знает к чему стремилась, каких результатов должна была достичь. Как правило, устанавливаются такие критерии, которые должны в целом дать определенные конкурентные преимущества или усилить имеющиеся;

4) стадия определения критериев, которым должна отвечать целевая компания. С целью совершения успешного слияния или поглощения корпорация-покупатель, как правило, сначала определяет основные параметры, которым должна отвечать искомая фирма.

Выделяют следующие критерии выбора приобретаемой фирмы [33]: выбор географического рынка компании-цели, выбор отрасли, выбор товаров и услуг, определение объемов продаж, определение уровня прибыли, выбор сильной или слабой компании и т.д.;

5) стадия поиска целевой фирмы. После определения основных критериев, которым должна соответствовать целевая компания, корпорация-покупатель начинает поиск подходящей кандидатуры. Как правило, нахождение необходимой компании происходит либо собственными силами покупателя, либо с помощью определенных контактов в отрасли или посредников. В

большинстве случаев выбор компании-цели осуществляется самой корпорацией, поскольку таких фирм обычно не очень много;

6) стадия переговорного процесса с целевой компанией. Этот этап процессов слияний и поглощений компаний характеризуется взаимным информированием сторон, причем до начала переговоров определяются основные рамки предоставления данных, как о корпорации-покупателе, так и о целевой фирме. Для большей конфиденциальности, как правило, прибегают к услугам посредников. На данном этапе слияний и поглощений происходит обмен информацией, исходя из которой, компания-покупатель определяет для себя, отвечает ли эта фирма стратегическим целям или нет;

7) стадия анализа приобретаемой фирмы. Данная фаза слияний и поглощений компаний характеризуется проведением всесторонней оценки целевой фирмы, а именно финансовая, операционная, юридическая, экологическая проверка, стратегические, культурные аспекты, анализ рисков, идентификация синергий и т.д. Получив необходимую информацию о потенциальных возможностях компании, корпорация-покупатель определяет для себя заключать сделку с этой фирмой или же искать другую фирму;

8) стадия осуществления сделки. После договоренности на счет условий слияния или поглощения компании (цены покупки компании, структуры трансакции и т.д.) осуществляется юридическое оформление данной сделки. При этом прежде чем приступить к оформлению сделки необходимо получить соответствующее разрешение определенного органа власти;

9) стадия интеграции компаний. На данном этапе формируется реальная структура объединенной компании, определяется персонал нового предприятия, найм сотрудников, происходит интеграция корпоративных культур, производственных процессов и т.д.

Интеграция - немаловажный этап процессов слияний и поглощений предприятий, ведь если даже данная сделка и может открыть ряд новых

преимуществ для данной фирмы, вместе с тем возможна несовместимость, например, корпоративных культур, что в конечном итоге отрицательно скажется на результатах деятельности объединенной компании.

Различают следующие виды интеграции в зависимости от поставленных целей [34]:

- полная интеграция – объединение всех видов деятельности целевой компании и корпорации-покупателя. Распространение модели управления, принятой в материнской фирме, на приобретаемое предприятие. Принятие управленческих решений относительно деятельности и функционирования компании-цели происходит в приобретающей фирме;
- умеренная интеграция – предполагает объединение отдельных хозяйственных функций предприятий, причем контроль за данными направлениями осуществляет компания-покупатель, однако хозяйственная деятельность целевой фирмы остается независимой;
- минимальная интеграция – объединение отдельных функций компаний, при котором целевая фирма принимает решения самостоятельно, лишь с определенной отчетностью перед компанией-покупателем;

10) стадия оценки результатов слияния или поглощения. Данная фаза слияний и поглощений компаний достаточно важна с точки зрения достижения поставленных целей (успешная или неудачная сделка). Многие предприятия просто не имеют возможности оценить полученные результаты, поскольку не были определены конечные параметры, которые должны быть получены от осуществления трансакции.

Широта задач, которые приходится решать в рамках процесса M&A, достаточно велика. Для проведения эффективной со всех точек зрения сделки необходима тщательная проработка всех её этапов. Именно эти аспекты определяют сложность при подготовке и проведении сделки по слиянию и поглощению.

Основными участниками сделок слияний и поглощений выступают [35]:

- инициаторы получения контроля над компанией (финансово промышленные группы и интегрированные структуры, инвестиционные компании, владельцы компаний, менеджмент компании);
- собственники бизнеса, являющегося объектом сделки слияния и поглощения (компании-цели);
- лица, осуществляющие сопровождение сделок слияний и поглощений (различные консультанты по основным вопросам). Данная группа достаточно условна, так как активные игроки на рынке слияний и поглощений имеют в штате не один десяток специалистов в различных сферах, которые сопровождают проведение сделок;
- топ-менеджеры компании и члены трудового коллектива;
- органы государственной власти и местного самоуправления, могут участвовать в процессах слияний и поглощений, оказывая неформальную поддержку участникам сделки или осуществляя контроль и надзор в соответствии с законодательством;
- иные участники сделки. Большую роль в сделках M&A играют реестродержатели, а также лица, так или иначе связанные с учетом прав на ценные бумаги (номинальные держатели, депозитарии и доверительные управляющие).

Следует отметить, что в компаниях, где нет единоличного мажоритарного акционера – физического лица с личностными амбициями, процесс слияния и поглощения чаще всего реализуется в стандартной форме, где проекты реорганизации утверждаются советом директоров, отчитывающимся в свою очередь перед собранием акционеров.

2 Практика слияний и поглощений как способа реструктуризации компаний

2.1 Оценка эффективности слияний и поглощений

Ключевой целью фирмы, образовавшейся в результате объединения двух или более компаний, является достижение эффекта синергии, что в свою очередь позволяет добиться более высокого и стабильного места на рынке, получить экономические выгоды, а также открыть новые предпосылки для развития [36]. В самом общем виде экономический эффект слияния (поглощения) можно выразить следующей формулой:

$$Э_{M\&A} = В_{M\&A} - И_{M\&A},$$

где $Э_{M\&A}$– эффект слияния (поглощения); $В_{M\&A}$ – выгоды от сделки по слиянию (поглощению); $И_{M\&A}$ – издержки, связанные с осуществлением сделки по слиянию (поглощению).

В том случае, когда издержки, связанные с проведением слияния (поглощения), по своей величине уступают выгодам от его проведения, сделка оценивается положительно и определяется как экономически оправданная.

Существует два основных подхода к оценке слияний и поглощений – перспективный и ретроспективный, отличающиеся отчетными периодами финансовых показателей, взятых за основу при анализе результативности сделки [37]. Первый метод позволяет выявить соотношений между затратами на покупку и справедливой оценкой приобретаемой компании. Однако в данном случае довольно сложно объективно рассчитать действительный эффект, так как существует неопределенность при прогнозировании будущих показателей. Более полно всю картину отражает ретроспективный метод, в основе которого лежит прогнозирование и сравнение различных характеристик компании за несколько периодов уже после проведения сделки [38].

Ретроспективную оценку эффективности слияний и поглощений в свою очередь можно разделить на два ключевых подхода:

1) бухгалтерский - основан на сопоставлении результатов производственных и финансовых показателей компаний до и после слияния на основе данных бухгалтерской отчетности. Такой подход использовался в работах широкого круга западных авторов [39];

2) рыночный – связан с оценкой доходности ценных бумаг компании после сделки слияния и поглощения, а также с исследованием реакции рынка на информацию о предстоящем слиянии (поглощении) [40]. Данный подход был впервые использован в работе Ю. Фама в 1969 г., занимающегося наблюдением за котировками акций на протяжении 2,5 лет до и после объявления о сделке. Результаты исследования показали о существенной доходности ценных бумаг компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений [41].

Как показали многочисленные эмпирические исследования, выгоды от слияний и поглощений не всегда оправдывают цели и мотивы, определяющие проведение сделки. Согласно исследованию Устименко В.А. количество сделок по слияниям и поглощениям растёт год от года, но они зачастую не дают желаемого эффекта, не создают добавочной стоимости для собственников поглощающей фирмы, хотя требуют длительного и недешёвого процесса юридических и финансовых переговоров [42].

Так, западные экономисты В.М. Пападакис и И.С. Танос в 2010 г. основе подсчета коэффициента рентабельности акивов в 50 % случаев выявили ухудшение финансового состояния компаний, участвовавшей в сделки слияния и поглощения, в течение двух лет [43].

Исследованиями эффективности слияний и поглощений также занимаются многие компании, предоставляющие консалтинговые и аудиторские услуги. По статистике консалтинговой компании Accenture, консультирующей организации в сфере стратегического планирования, в течение 2-3 лет

объединенная компания теряет 15-50% капитализации, что приводит к негативным последствиям [44]. Это подтверждают и данные, предоставленные PricewaterhouseCoopers, согласно которым в 57% случаев объединившиеся компании долгое время отстают от своих конкурентов на рынке. Согласно результатам исследования KPMG, одной из аудиторских компаний Большой четверки, «83% всех сделок слияний и поглощений не принесли никакой пользы для акционеров и более половины фактически только ухудшили положение» [45].

Специалисты из Глобальной ассоциации по управлению персоналом «Human Capital Institute» также попытались разобраться в эффективности сделок слияния и поглощения. В результате их исследования выявлено, что лишь 40% сделок оправдывают возложенные на них ожидания. Плюс ко всему производительность новообразованной компании снижается вдвое в период 3–4 месяцев после заключения сделки [46].

Экспертами называется много причин неэффективности слияний и поглощений, однако можно выделить четыре основных фактора, определяющих корень неудач проведения такого рода сделок:

1) неверная оценка фирмой потенциала компании-цели или привлекательности отрасли рынка, что ограничивает перспективы компании в выбранном сегменте;

2) недооценка размера инвестиций, необходимых компании после осуществления сделки слияния и поглощения. Такая ситуация возникла при поглощении компанией BMW фирмы Rover, необходимые инвестиции в которую более чем в 4 раза превышали ее оценочную стоимость в 800 млн. фунтов стерлингов;

3) ошибки, допущенные в процессе реализации сделки по слиянию;

4) негативная психологическая реакция персонала на организационные изменения и тяжело проходящая адаптация к новым условиям. Процессы

слияния и поглощения часто приводят к потере ключевых сотрудников, связанных преимущественно с различием организационных культур объединяющихся компаний. Как правило, 47% руководителей высшего звена покидают организацию в течение года после заключения сделки, а на протяжении следующих трех лет эта цифра, по данным профессиональной ассоциации SHRM (Society for Human Resource Management), занимающейся управлением человеческими ресурсами, может увеличиться до 72%. Важность данной проблемы также подчеркивает исследование, проведенное консалтинговой компанией Mercer, в результате которого выявлено, что для 75% руководителей «согласование культур компаний и взаимодействия с подчиненными» наиболее важные факторы для успешной интеграции.

Исследования, базирующиеся на анализе денежных потоков, как правило, свидетельствуют о том, что при совершении сделок по слиянию и поглощению увеличивается операционная эффективность компаний [47]. С другой стороны, использование показателей прибыли и доходности для оценки эффективности дает противоположный эффект. Основной причиной таких результатов является расхождение в правилах ведения бухгалтерского учета в компаниях, различия в экономической ситуации стран, особенности налогового учета, период исследования.

В заключение можно отметить, что вид сделки, несомненно, влияет на ее исход и дальнейшие перспективы развития компаний, а, следовательно, и на величину ожидаемого синергетического эффекта. Однако, как отмечают Т. Коупленд, Т. Колер и Д. Муррин, «даже в тех случаях, когда поглощенная компания принадлежит к тому же бизнесу, что и покупатель, и достаточно мала для легкой интеграции после слияния, вероятность успеха составляет лишь около 50%» [48].

2.2 Особенности слияний и поглощений в России

Мировые интеграционные процессы, протекающие во всех отраслях экономической деятельности, не могли обойти стороной и Россию. Зарождение отечественного рынка слияний и поглощений приходится на период приватизации (1992-1995), хотя сделки в классическом понимании еще не совершались [49]. Первая «волна» слияний и поглощений продемонстрировала, что интеграция осуществлялась для обеспечения более прочных монопольных позиций расширявшейся фирмы. Процессы, происходящие на российском рынке, показали, что многие российские компании готовы включаться в процесс глобализации, перенимать зарубежный опыт, а также использовать новейшие технологии развития бизнеса. По мнению В.А. Щербакова, международные слияния и поглощения компаний позволили открыть предприятиям России новые возможности по интеграции в мировое хозяйство [36].

Пионерами рынка слияний и поглощений в России можно по праву считать компании нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей промышленности. Так, по данным компании PricewaterhouseCoopers, в 2003 г. на долю ТЭК пришлось 25% сделок отечественного рынка M&A. Крупнейшими стали объединение ТНК и ВР, а также слияние ЮКОСа и Сибнефти.

К этому времени Россия уже занимала лидирующие позиции на рынке M&A в Центральной и Восточной Европе. В период с 2003 по 2007 г. его состояние характеризовалось быстрым и стабильным ростом: с 19 млрд. до 124 млрд. долл. США, а доля в ВВП страны достигла 10 %. Количество сделок увеличилось со 180 до 486. Лидирующие позиции по отраслям заняли нефтегазовый сектор, металлургия и связь. Таким образом, в ведущих российских корпорациях осуществление сделок слияний (поглощений) превратилось в самостоятельное стратегически приоритетное направление развития.

Интеграционные операции становятся инструментом, без которого сложно представить динамично развивающийся бизнес. Они позволяют увеличивать стоимость компании, создавать действительно эффективные бизнес-процессы, получать уникальные конкурентные преимущества, консолидируясь именно с той компанией, которая наилучшим образом подходит для этих целей [50].

Отечественный опыт показывает, что реструктуризация в процессе реформирования, как правило, имеет доминирующее значение, а иногда выступает единственным средством реформирования предприятий. Так, по расчетам И.И. Мазура и В.Д. Шапиро, каждый рубль, вложенный в реструктуризацию российских предприятий, может дать отдачу 5–6 руб. Для сравнения ученые приводят результаты исследований зарубежного опыта, который показал, что при проведении реструктуризации в отдельных отраслях экономики производительность труда на одного работающего повышается на 12–20 %, инвестиционный цикл реализации проекта сокращается на 13–15 % [51]. В этой связи реструктуризацию следует рассматривать как основной этап реформирования предприятия для дальнейшего осуществления мер по инвестиционному развитию производств [52].

Финансовый кризис 2008 г. привел к сокращению рынка M&A. В 2009 г. он уменьшился почти в 2 раза, а его доля в ВВП составила 4,5 %. Сырьевая направленность отечественной экономики определила нишу, в которой отмечалась наибольшая M&A-активность. Консолидация нефтегазового, телекоммуникационного бизнеса, а также сферы услуг привела к постепенному поглощению мелких региональных компаний и монополизации рынка. В поисках рынков сбыта нефтегазовая и металлургическая отрасль обратили свое внимание на активы Европы и стран СНГ, что стимулировало увеличение объемов сделок за рубежом [53].

Динамика российского рынка M&A - количество сделок, а также их суммарная стоимость в период 2010-2016 гг. представлена на рисунке 3 и рисунке 4 соответственно [54].

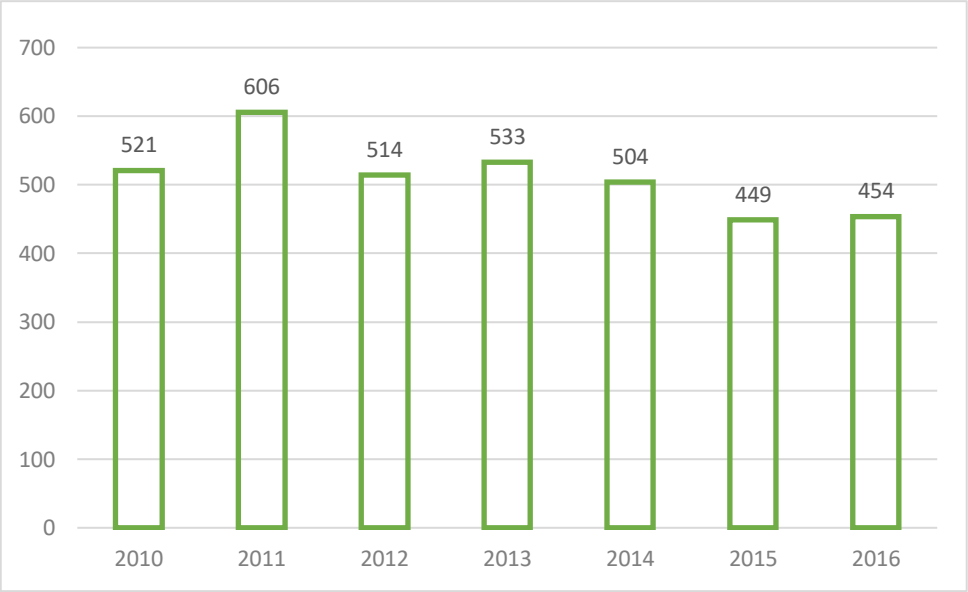

Рисунок 3 – Динамика сделок на российском рынке M&A по числу сделок

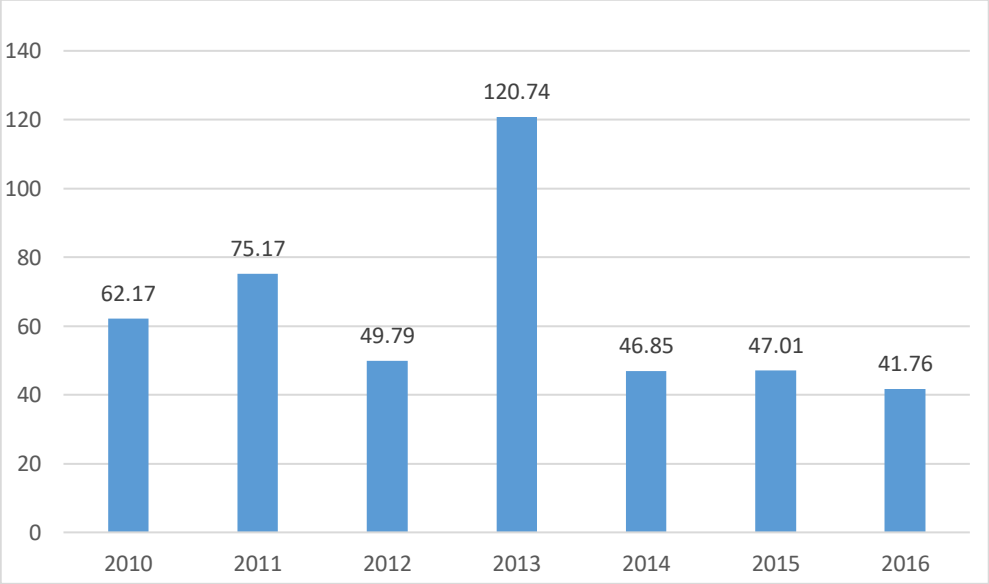

Рисунок 4 – Динамика сделок на российском рынке M&A по сумме, $ млрд.

На спад российского рынок M&A в 2014 г. повлияли следующие факторы: падение курса рубля, снижение цены на нефть, внешнеполитические проблемы,

в том числе санкции, общее снижение темпов роста отечественной экономики, а также удорожание заимствований в связи с повышением ключевой ставки в конце года. Более того, ухудшились условия займов на внешних рынках [55].

Данные проблемы наряду с несбалансированными ценовыми ожиданиями на фоне нестабильности национальной валюты определили дальнейшее падение российского рынка слияний и поглощений в последующие годы. Так, согласно исследованиям консалтинговой компании KPMG, доля России на мировом рынке M&A в 2015 году сократилась до 1,3%, что стало наихудшим показателем за последние 10 лет [56].

В 2016 году количество сделок слияний и поглощений с участием российских компаний хоть и возросло на 1,1% по сравнению 2015 годом, однако суммарная стоимость сделок составила $41,76 млрд., что является самым низким показателем за последние 7 лет и на 11% меньше, чем годом ранее. Это связано, прежде всего, с недостатком мегасделок стоимостью от $1 млрд. В 2016 году их было всего семь, тогда как годом ранее — десять. Тем не менее, прирост количества сделок и оживление рынка в последние месяцы позволяют рассчитывать на продолжение роста в 2017 году.

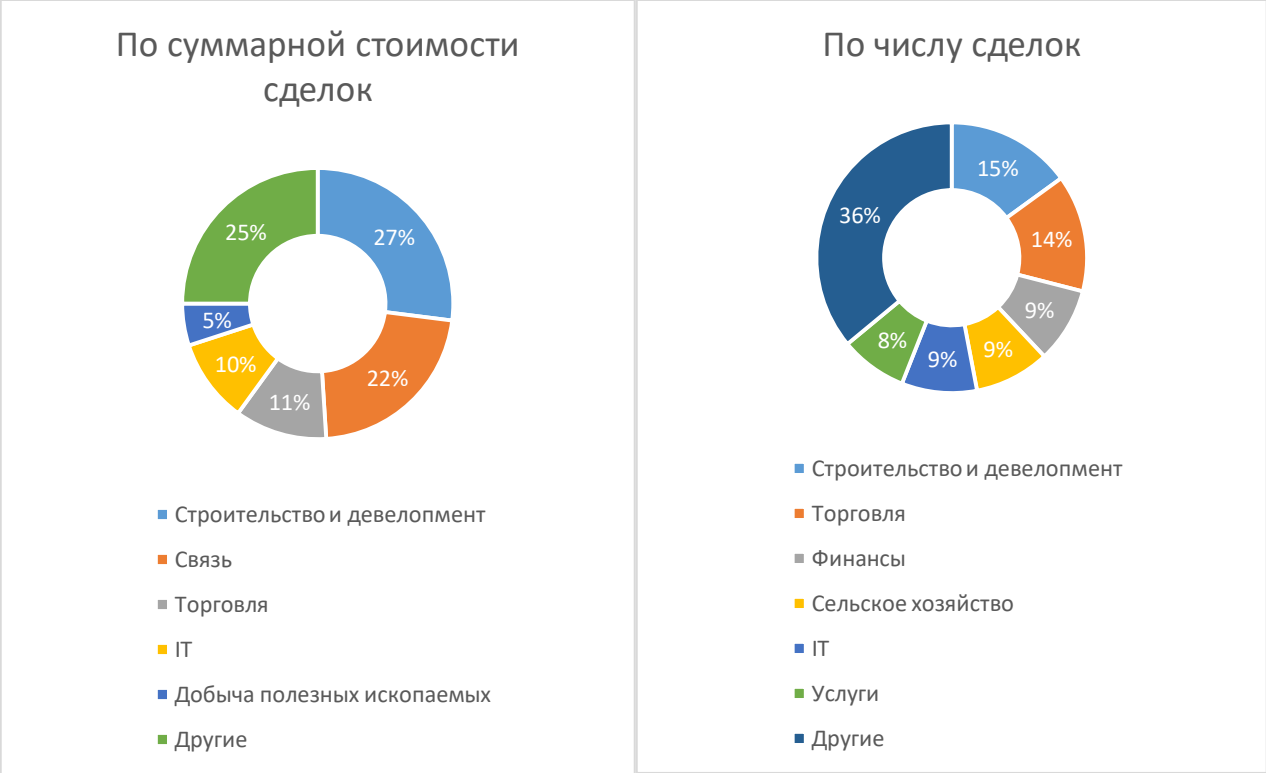

Рисунок 5 – Удельный вес отраслей на российском рынке M&A в 2016 году

В отраслевом разрезе российского рынка слияний и поглощений в 2016 году, отраженном на рисунке 5, лидирующее место за собой сохраняет строительство и девелопмент, занимая 26,6 % объема всего рынка (68 сделок на сумму 11,1 млрд. долл. США). Однако следует отметить, что в последние месяцы активность в отрасли стала значительно снижаться.

На втором месте, как и в 2014 году находится связь. Суммарная стоимость сделок составила 9,18 млрд. долл. США. Такое значение обусловлено одной из трех крупнейших сделок на российском рынке M&A в целом за последние пять лет – слиянием итальянских телеком-операторов Wind (принадлежал VimpelCom Ltd) и 3 Italia, которое оценивается в 8,6 млрд. долл. США.

Тройку лидеров замыкает торговля, продемонстрировавшая взрывной рост по сравнению с прошлым годом - число транзакций увеличилось на 40%, до 63 сделок, а их суммарная стоимость выросла в 2,5 раза, до $4,5 млрд.

Также особого внимания заслуживает результат в отрасли информационных технологий, ставший лучшим показателем за последние семь лет. Число сделок увеличилось на 21% до 40 транзакций, а их суммарная стоимость выросла в 2,3 раза, до $4,19 млрд. (10% объема рынка).

Средняя стоимость сделок в 2016 году приведена на рисунке 6. По сравнению с прошлым годом показатели различаются и зависят от отрасли проведения слияния (поглощения).

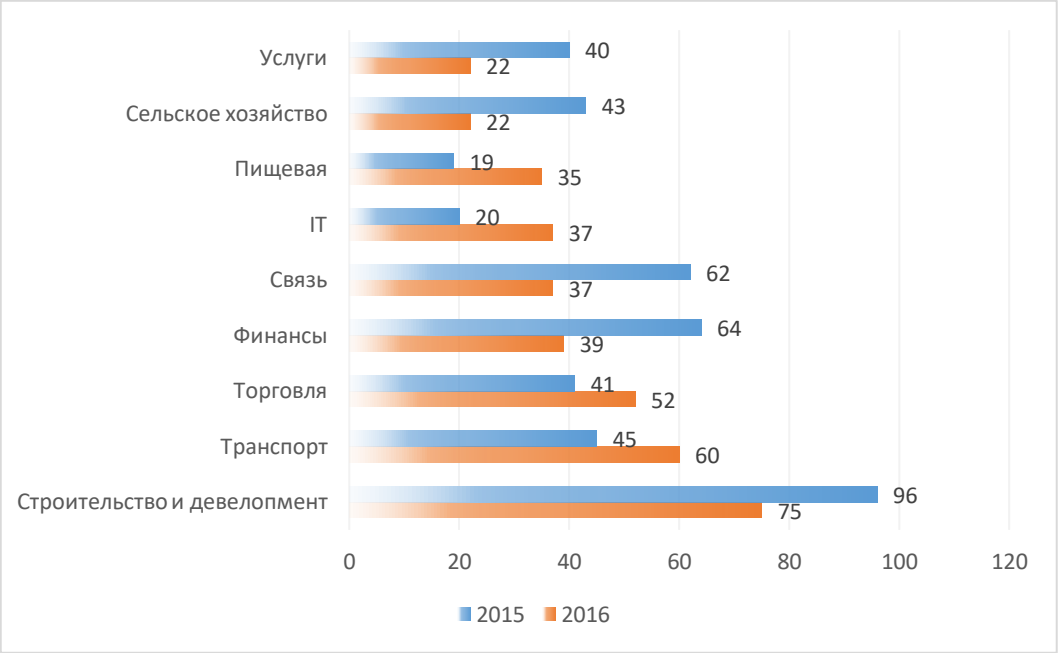

Рисунок 6 – Средняя стоимость сделок в отраслях в 2016 году, $ млн.

Сделки иностранных инвесторов с российскими активами в 2016 году достигли рекордной суммы за семь лет — $14,54 млрд. Но важно учитывать, что львиная доля таких сделок ($13 млрд. или 90% суммарной стоимости и 43% количества) приходится на активы, которые физически находятся вне России. Фактически, это распродажа собственности российских компаний за рубежом.

В российской практике присутствуют процессы, препятствующие активизации процесса слияний и поглощений. Во многом они связаны с текущим состоянием корпоративного управления в России в целом. Отсутствует согласованность целей государства и бизнеса. Если на государственном уровне ставятся задачи модернизации экономики, необходимой для успешной

конкуренции с крупными иностранными корпорациями, то для корпоративного уровня управления одной из приоритетных задач фактически на протяжении всего периода развития российской экономики остается контроль над финансовыми потоками. Это способствует высокому уровню концентрации капитала. В результате процессы формирования и реализации корпоративной стратегии российских компаний отличаются от аналогичных процессов в зарубежной практике. Также следует отметить, что российским компаниям присуща информационная непрозрачность, в значительной степени препятствующая их сотрудничеству с иностранным бизнесом.

2.3 Анализ сделки слияния и поглощения на примере ПАО «НК «РОСНЕФТЬ» и ОАО «ТНК-ВР Холдинг»

Основной задачей реструктуризации бизнеса, по мнению К. Дмитриева, является создание бизнес-системы, которая, с одной стороны, будет отвечать долгосрочным задачам собственников, а с другой, — развиваться в соответствии с требованиями окружающей среды [57]. Это во многом и обусловило проведения крупнейшего за всю историю российского рынка M&A поглощения нефтегазовым гигантом «Роснефть» корпорации ТНК-ВР с целью создания единой компании, свободно конкурирующей на рынке сырой нефти и нефтепродуктов.

В начале осени 2012 года появились первые слухи о возможной покупке ТНК-ВР. На тот момент времени 50% акций ТНК-ВР принадлежало британской компании ВР, а остальные 50% российскому консорциуму AAR (25% -"Альфа-групп" Михаила Фридмана, по 12,5% - "Ренове" Виктора Вексельберга и Access Industries Леонарда Блаватника) [58].

К этому времени «Роснефть» уже была крупнейшей российской компанией в отрасли, объемы ее добычи достигали 122 млн тонн и составили

24% от общего количества добытой нефти в России. ТНК-ВР занимала третье место среди российских компаний по добыче нефти с объёмом 87,8 млн т.

22 ноября 2012 года были подписаны заключительные соглашения с британской компанией о покупке 50-процентной доли в ТНК-ВР, а в декабре «Роснефть» подписала обязывающее соглашение о приобретении 50% ТНК-ВР с консорциумом AAR.

"Роснефть" выплатила концерну AAR за 50% акций ТНК-ВР 28 млрд. долл. наличными. Английская компаний BP за свою половину получила 17,1 млрд. долл. деньгами и 12,84% акций "Роснефти". При этом британцы 4,8 млрд. долл. из этой суммы направили на выкуп еще 5,66% российской компании у основного собственника корпорации "Роснефтегаза". Таким образом, "в сухом остатке" у BP осталось 12,3 млрд. долл., а ее доля в "Роснефти" с учетом уже имеющихся акций дошла до 19,75%. "Роснефть" же не только потратила 45,1 млрд. долл., но и лишилась 12,84% своих акций, получив взамен весьма перспективный актив в лице ТНК-ВР [59].

В ходе сделки «Роснефтью» было выкуплено 100% акций ТНК-ВР, имело место прекращение деятельности приобретенного предприятия с передачей всех его прав и обязанностей другому юридическому лицу, что определяет данную сделку как поглощение или, в соответствии с российским законодательством, как присоединение.

По характеру интеграции компаний, сделку можно назвать горизонтальным поглощением, так как произошло объединение компаний-конкурентов, занятых в одной отрасли. Сделка была полностью поддержана обеими сторонами, следовательно, ее можно расценивать, как произошедшую в дружественной форме. Участие в поглощении британской компании BP определяет транснациональный характер сделки. Основной мотив «Роснефти» – объединение производственных мощностей компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности.

Согласно официальным данным, в настоящее время НК "Роснефть" – лидер российской нефтяной отрасли и крупнейшая публичная нефтегазовая компания мира. Основными видами деятельности "Роснефти" являются поиск и разведка месторождений углеводородов, добыча нефти, газа, газового конденсата, реализация проектов по освоению морских месторождений, переработка добытого сырья, реализация нефти, газа и продуктов их переработки на территории России и за ее пределами. Компания включена в перечень стратегических предприятий России. Ее основным акционером (50,00000001% акций) является ОАО "РОСНЕФТЕГАЗ", в свою очередь на 100% принадлежащее государству [60].

Использование сильных сторон каждой из двух компаний, взаимодополняющих друг друга как с точки зрения активов, так и компетенцией сотрудников, в перспективе предполагало повысить производственные и экономические показатели. Приобретение ТНК-ВР было направлено на увеличение масштаба и повышение эффективности бизнеса организации в России и за рубежом, а также за счет географической близости добывающих активов компаний.

Глава НК "Роснефть" Игорь Сечин заявил президенту Владимиру Путину в конце 2012 года, что "Роснефть" станет компанией номер один в мире по добыче жидких углеводородов и по запасам. Он также оценил синергетические эффекты от слияния компаний в 3-5 млрд. долл. [61]

Однако многие аналитики вовсе не были настроены так оптимистично. почти все эксперты указывали на резкий рост долговой нагрузки. Цена за покупку ТНК-ВР нередко рассматривалась, как завышенная. Так, Денис Борисов отметил, что имеется некоторая неопределенность, связанная с временными рамками и объемом возможного эффекта синергии от объединения. НК "Роснефть" требуется завершить огромное количество корпоративных процедур

по интеграции ТНК-ВР в структуру компании, прежде чем она сможет получить синергетический эффект [62].

С момента завершения сделки прошло почти 4 года, в связи с чем можно сделать некоторые выводы. Как показала практика, никаких особых преимуществ НК "Роснефть" не получила, и столь ожидаемого прорыва так и случилось. Наоборот, у фирмы возникло немало проблем, среди которых можно особенно выделить:

1) рост долговой нагрузки.

Выплата более 50 млрд. долл., безусловно, отразилась на долгах и кредитном рейтинге госкомпании. При этом показатель чистый долг/EBITDA укрупненной "Роснефти" вырос примерно с 1.0 до 2.0, что было сопоставимо с уровнем долговой нагрузки на конец 2007 г после завершения процесса приобретения основных активов "ЮКОСа". Не случайно, некоторые аналитики высказывали мнение, что целесообразнее приобрести только половину ТНК-ВР, что позволит одновременно и контролировать ее и не допустить слишком высокого роста долговой нагрузки. Так, в результате кризиса 2014 года "Роснефти" одной из первых фирм пришлось просить у государства финансовую помощь;

2) экстенсивный рост.

По сути дела, присоединение ТНК-ВР не принесло компании "Роснефть" ничего нового. "Роснефть" шла дальше по привычному пути экстенсивного роста, поглощая другие компании. У компании было немало возможностей более эффективного развития, например, путем модернизации нефтеперерабатывающих заводов. Но высокая долговая нагрузка, конечно, поставила крест на многих перспективных планах;

3) отсутствие роста стоимости акций и капитализации.

Также не случилось никакого прорыва и в стоимости акций. Долгосрочной целью любой крупной публично торгуемой кампании является

рост стоимости акций и капитализации, однако путем поглощения и роста доли рынка НК "Роснефть" не смогла реализовать эту цель.

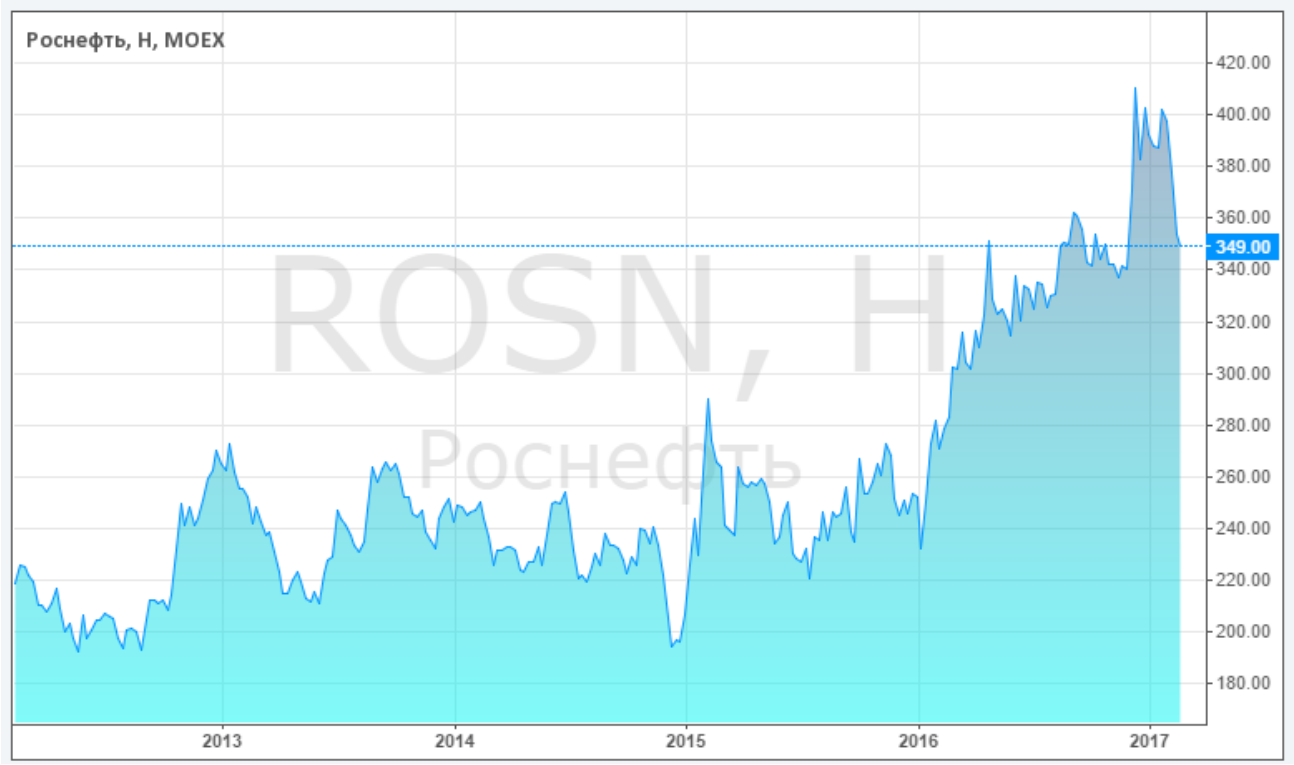

Рисунок 7 – Динамика курса акций ПАО «НК «Роснефть»

Как видно из рисунка 7, в конце 2012 года акции НК "Роснефть" значительно выросли, за четыре месяца примерно с 195 до 270 рублей (почти на 40%) [63]. Однако вслед за этим почти сразу последовал резкий спад, так как ничего принципиально нового в плане развития в компании не произошло. Последующие два года цена акций оставалась примерно на таком же уровне. Рост начался только с начала 2015 года, и вероятнее всего был обусловлен сильной девальвацией рубля. В целом с лета 2012 года по настоящее время стоимость акций НК "Роснефть" выросла примерно на 65%, что вполне сопоставимо с динамикой акций ОАО "Лукойл";

4) ухудшение ситуации вследствие падения цен на нефть.

Экономический спад, падение цен на нефть и затрудненный доступ к получению финансирования еще более ослабили положение «Роснефти». По

состоянию на 2016 год капитализации компании составила 51 млрд. долл., что значительно меньше этого показателя на 2012 год (73,8 млрд. долл.) и что примерно сопоставимо со стоимостью покупки четырехлетней давности, по которой нужно еще платить проценты по кредитам.

Таким образом, приобретение ПАО «НК «Роснефть» компании ТНК-ВР наглядно показало, что увеличение объема продаж и доли рынка за счет слияний или поглощений вовсе не приводит к росту прибыли и рентабельности компании.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью курсовой работы являлось изучение последствий сделок слияний и поглощений как способа реструктуризации компаний с точки зрения их эффективности, а также выявление основных целей и мотивов, стимулирующих участников рынка к такого рода объединению.

В ходе исследования автор пришел к следующим выводам и обобщениям:

1) рассмотрены понятие, ключевые особенности и классификации слияний и поглощений. Понятия «слияние» и «поглощение» имеют множество определений, признаков классификации, но при этом сохраняют свою сущность, состоящую в объединении экономического потенциала и установления контроля в отношении компаний или их имущественных комплексов. Сделки по слиянию и поглощению открывают для компаний возможности воспользоваться навыками, опытом, ресурсами другой организации, а также позволяют добиться синергетического эффекта и увеличения стоимости бизнеса.

Таким образом, слияния и поглощения становятся инструментом получения конкурентных преимуществ и максимизации стоимости компании в долгосрочном периоде, представляющим возможности для достаточно быстрого решение целого ряда проблем и задач, стоящих перед фирмой;

2) изучены правовые основы регулирования механизма слияния (поглощения) компаний в соответствии с российским законодательством. В Российской Федерации механизм слияний и поглощений регулируется Гражданским кодексом РФ, ФЗ РФ «Об акционерных обществах», ФЗ РФ «Об обществах с ограниченной ответственностью», а также ФЗ РФ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей».

Форма слияния в российском законодательстве полностью соответствует аналогичному понятию в международной практике. Общепринятая форма поглощения в нормативно-правовых актах РФ определена как присоединение;

3) определены основные цели и мотивы в сделках слияний и поглощений. Основной целью реорганизации для менеджеров компании является максимизация благосостояния акционеров, стабильное повышение прибыльности, а также стремление добиться устойчивого, высокого экономического положения фирмы в условиях конкуренции.

Среди основных мотивов проведения сделок слияния и поглощения выделяют:

- получение синергетического эффекта;
- повышение качества управления;
- налоговые мотивы;
- диверсификация;
- получение выгоды при покупке недооцененной компании;
- получение выгоды при продаже компании по частям;
- личные мотивы управляющих.

Таким образом, преследуемые компаниями цели и мотивы слияний и поглощений разнообразны по своей структуре и содержанию. Следует отметить, что в большинстве случаев одной причины недостаточно для проведения сделки, и менеджмент компании рассматривает все возможные варианты развития, все экономические выгоды прежде чем прийти к данного рода реорганизации;

4) прослежены этапы и участников сделок слияний и поглощений. Исследованиями в данной области занимаются многие эксперты, каждый из которых пытается составить универсальный проект процессов слияний и поглощений предприятий. Среди основных этапов можно выделить: определение стратегии; подбор квалифицированной команды, осуществляющей транзакцию; определение конечных результатов слияния

(поглощения); определение критериев, которым должна отвечать целевая компания; поиск целевой компании; переговорный процесс с целевой компанией; анализ приобретаемой фирмы; осуществление сделки; интеграция компаний; оценка результатов слияния (поглощения).

Широта задач, которые приходится решать в рамках процесса M&A, достаточно велика. Для проведения эффективной со всех точек зрения сделки необходима тщательная проработка всех её этапов. Именно эти аспекты определяют сложность при подготовке и проведении сделки по слиянию и поглощению;

5) дана оценка эффективности слияний и поглощений. Как показали многочисленные эмпирические исследования, выгоды от слияний и поглощений не всегда оправдывают цели и мотивы, определяющие проведение сделки. Количество сделок по слияниям и поглощениям растёт год от года, но они зачастую не дают желаемого эффекта, не создают добавочной стоимости для собственников поглощающей фирмы, хотя требуют длительного и недешёвого процесса юридических и финансовых переговоров.

По статистике множества консалтинговых и аудиторских фирм, объединившиеся компании в большинстве случаев долгое время отстают от своих конкурентов на рынке, ухудшают свое финансовое положение. Также отмечается потеря ключевых сотрудников и сложный период адаптации у персонала после проведения сделки слияния и поглощения;

6) исследованы особенности слияний и поглощений в России. Процессы, происходящие на российском рынке, показали, что многие российские компании готовы включаться в процесс глобализации, перенимать зарубежный опыт, а также использовать новейшие технологии развития бизнеса.

Российский рынок слияний и поглощений развивался неплохими темпами, однако на его спад в 2014 г. повлияли следующие факторы: падение курса рубля, снижение цены на нефть, внешнеполитические проблемы, в том

числе санкции, общее снижение темпов роста отечественной экономики, а также удорожание заимствований в связи с повышением ключевой ставки в конце года. Более того, ухудшились условия займов на внешних рынках.

Данные проблемы наряду с несбалансированными ценовыми ожиданиями на фоне нестабильности национальной валюты определили дальнейшее падение российского рынка слияний и поглощений в последующие годы;

7) проанализирована сделка слияния и поглощения на примере ПАО «НК «РОСНЕФТЬ» и ОАО «ТНК-ВР Холдинг». Как показала практика, никаких особых преимуществ НК "Роснефть" в результате поглощения конкурента не получила, и столь ожидаемого прорыва так и случилось. Наоборот, у фирмы возникло немало проблем, среди которых можно особенно выделить:

- рост долговой нагрузки;
- экстенсивный рост;
- отсутствие роста стоимости акций и капитализации;
- ухудшение ситуации вследствие падения цен на нефть.

Таким образом, приобретение ПАО «НК «Роснефть» компании ТНК-ВР наглядно показало, что увеличение объема продаж и доли рынка за счет слияний или поглощений вовсе не приводит к росту прибыли и рентабельности компании.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Синяева И.М., Земляк С.В., Синяев В.В. Маркетинг в предпринимательской деятельности: Учебник. М.: Издательский дом «Дашков и К», 2008. 268 с.

2. Современный финансово-кредитный словарь / Под общ. ред. М. Г. Лапусты, П. С. Никольского. — 2-е изд., доп. — М.: ИНФРА-М, 2002

3. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М.: Институт экономики переходного периода, 2002. 177 с.

4. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. — 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М, 1999. 479 с.

5. Акционерное дело: Учебник / Под. ред. В.А. Галанова. М.: Финансы и статистика, 2003. 544 с.

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

7. Панов А.И., Лозгачева Т.Н. Корпоративные слияния: тенденции и проблемы. // Еженедельник «Закон. Финансы. Налоги», 2001. №37(155)

8. Соколов М. А. Слияния и поглощения как механизм стратегического развития компании // Экономика и управление, 2011. № 6

9. Корпоративное право: учебный курс: учебник / отв. ред. И.С. Шиткина. – М.: КНОРУС, 2011. 577 с.

10. Гражданский кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс]: от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ: принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 21 октября 1994 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс»

11. Об акционерных обществах [Электронный ресурс]: федер. закон Рос. Федерации от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ: принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 24 ноября 1995 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс»

12. Об обществах с ограниченной ответственностью [Электронный ресурс]: федер. закон Рос. Федерации от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ: принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 14 января 1998 г.: одобр. Советом Федерации Федер. Собр. Рос. Федерации 28 января 1998 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс»

13. Ван Хорн Джеймс, Вахович Джон. Основы финансового менеджмента, 11-е издание.: Пер. с английского М.: Издательский дом "Вильямс", 2003. 992 с.

14. Кардин. А. // Юридический мир, 2003. № 8. С. 41-50

15. О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей [Электронный ресурс]: федер. закон Рос. Федерации от 8 августа 2001 г. № 129-ФЗ: принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 13 июля 2001 г.: одобр. Советом Федерации Федер. Собр. Рос. Федерации 20 июля 2001 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс»

16. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, 1986. Pp. 323 - 329

17. Романенко О.А. Финансовые аспекты интеграции хозяйствующих субъектов. Саратов: СГСЭУ, 2010. С. 24

18. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. СПб.: Экономическая школа, 1997

19. Ф.М. Шерер, Д. Росс. Структура отраслевых рынков. Пер. С англ. — М.: Инфра. М., 1997. 698 с.

20. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. // М.: Инфра-М, 2009. С. 56-94.

21. Марченко А.А. Формула выгодности // Российское предпринимательство, 2008. №9. С. 74-78

22. Кемпбелл Э., Саммерс Лачс К. Стратегический синергизм. // 2-е изд. СПб; Питер, 2004. С. 156-217

23. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 576 с.

24. Авхачев Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство. – М.: Научная книга, 2005. 120 с.

25. Налоговый кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс]: от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ: принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 16 июля 1998 г.: одобр. Советом Федерации Федер. Собр. Рос. Федерации 17 июля 1998 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс»

26. Уоррен Баффетт. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем; пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. 268 с.

27. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate takeovers // Journal of Business, 1986. №59. Pp. 197-216.

28. Аепамфилис А. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007

29. Сазонов П.М. Реструктуризация предприятий на основе слияний и поглощений. // Управление экономическими системами, 2011. № 29. С. 28

30. Галпин, Тимоти Дж., Хэндон, Марк Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: Пер. с англ. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. С. 19-20

31. Молотников Александр Евгеньевич. Слияния и поглощения. Российский опыт / Александр Молотников. М.: Вершина, 2006. С. 31

32. Латыпова С.И. Этапы слияний и поглощений // Современные наукоемкие технологии, 2006. №7. С. 106-108

33. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2004. С. 91-95

34. Галпин, Тимоти Дж., Хэндон, Марк Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: Пер. с англ. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. С. 30

35. Молотников А.Е. «Слияния и поглощения. Российский опыт. 2-е издание, переработанное и дополненное», Издательство: "Вершина ", 2007.

36. Щербаков В.А., Щербакова Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). М.: Омега-Л, 2006. С. 35

37. Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний // Управление компанией, 2002. №5. С. 65-70

38. Генске М.А. Оценки эффективности и неэффективности слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом, 2004. №6. С. 73-79

39. Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H. The rationale behind interfirm tender offers // Journal of Financial Economics, 1983. №11. Pp. 183-206

40. Brealy, R.A., Myers S.C. Principes of corporate finance. Sevent edition. – New York: McGraw-Hill inc, 2003. Pp. 325-330

41. Fama,E., Fisher,L., Jensen,M., Roll,R. The adjustment of stock prices to new information / International Economic Review, 1969. №10. Pp. 1-21

42. Устименко В. А. Особенности оценки стоимости российских предприятий в процессах слияний и поглощений на примере строительной отрасли // Финансы и кредит, 2007. №7. С. 51-57

43. Vassilis M. Papadakis, Ioannis C. Thanos. Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria // British Journal of Management, 2010. №21. Pp. 859–873.

44. Гендлин В. Самые дорогие брачные контракты. //Секрет фирмы, 2002. №10. С. 26-30

45. Maintaining a successful employer brand through Mergers and Acquisitions // Human Capital Institute [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.hci.org/lib/maintaining-successful-employer-brand-through-mergers-and-acquisitions (дата обращения: 15.01.2017)

46. Д. Демченко. Война стай, или как слияние компаний отражается на сотрудниках [Электронный ресурс] Режим доступа: http://hr-portal.ru/article/voyna-stay-ili-kak-sliyanie-kompaniy-otrazhaetsya-na-sotrudnikah (дата обращения: 15.01.2017)

47. Sudi Sudarsanam. Creating Value from Mergers and Acquisitions // Prentice Hall, 2010. №19. Pp. 529–540

48. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Слияния и поглощения. — М.: Высшее образование, 2007. С. 150

49. Хан Д. Развитие российского рынка слияний и поглощений // РЦБ, 2004. №8

50. Романенко О.А. Развитие теории интеграции и ее значение для управления финансами хозяйствующих субъектов // Финансы и кредит, 2010. № 46(430)

51. Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса. — СПб.: Питер, 2003. 333 с.

52. Подольский В. Слияния и поглощения как часть стратегии компании // Финансист, 2008. №2. С. 5

53. Лобаева О. И. К вопросу о рынке слияний и поглощений компаний // Вопросы современной науки и практики, 2009. №11. С. 25

54. Спад на рынке M&A заканчивается. Рынок слияний и поглощений // Информационное агентство Ak&M [Электронный ресурс] Режим доступа: http://mergers.akm.ru/stats/11 (дата обращения: 15.01.2017)

55. Эскиндаров М. А. Теория слияний и поглощений (в схемах и таблицах): учеб. пособие. М.: Кнорус, 2013. 232 с.

56. Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году // КПМГ в России [Электронный ресурс] Режим доступа: https://home.kpmg.com/ru/ru/home/insights/2016/04/ma-survey-report-2015.html (дата обращения: 15.01.2017)

57. Дмитриев К. Реструктуризация бизнеса // Финансовый директор, 2008. №9. С. 18.

58. Сделка по продаже доли в ТНК-ВР пройдет дороже справедливой цены, что означает негатив для миноритариев "Роснефти" // Финам.ru [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/marketnews6CCB2 (дата обращения: 15.01.2017)

59. Шалгин Сергей. "Роснефть" превращается в своеобразного "нефтяного монстра" с объемом добычи на уровне Ирана // Финам.ru [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/newsitem6CF78 (дата обращения: 15.01.2017)

60. «Роснефть» сегодня // РОСНЕФТЬ [Электронный ресурс] Режим доступа: https://www.rosneft.ru/about/Glance (дата обращения: 15.01.2017)

61. Сечин: "Роснефть" станет компанией №1 в мире по добыче жидких углеводородов и по запасам // Финам.ru [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/newsitem6CF64 (дата обращения: 15.01.2017)

62. Борисов Денис. Приватизация "Роснефти" состоится не ранее 2014 года: компании еще предстоит интеграция ТНК-ВР // Финам.ru [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/investorquestion0000129C65 (дата обращения: 15.01.2017)

63. Стоимость акций ПАО «НК «Роснефть» // БКС Экспресс [Электронный ресурс] Режим доступа: http://bcs-express.ru/kotirovki-i-grafiki/rosn (дата обращения: 15.01.2017)