

В.В. ЕРЕМЕЕВА,

Дальневосточный государственный университет путей сообщения, г.Хабаровск

СТАНОВЛЕНИЕ ОТНОШЕНИЙ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИИ КАК ПРЕДПОСЫЛКА ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Анализ процессов слияния и поглощения компаний в России обуславливает необходимость их периодизации. Представление процесса перераспределения собственности в ретроспективе позволит выявить факторы, повлиявшие на формирование рынка слияний и поглощений в России, а также выявить закономерности его развития и сделать некоторые прогнозы. Очевидно, что формирование рынка корпоративного контроля (рынка слияний и поглощений) в России было связано с появлением частной собственности в стране. В то же время, в зависимости от выбранного методологического подхода при оценке процессов слияний в России, точка зрения различных авторов значительно отличается. В связи с этим возникает проблема периодизации процессов слияния и поглощения в России.

Как уже было отмечено, у авторов не существует единого мнения по поводу основных этапов развития рынка слияний и поглощений в России. На основе анализа нескольких источников можно выделить следующие подходы к освещению рассматриваемой проблемы.

Некоторые экономисты считают сделки по приватизации в начале 90-х гг. дружественным или враждебным поглощением. При таком подходе масштабы рынка корпоративного контроля достаточно велики и охватывают период с 1992 г. по настоящее время. Так, Рудык и Семенова, отождествляя слияния и поглощения с рынком корпоративного контроля, считают, что рынок ценных бумаг в России изначально развивался как рынок корпоративного контроля.

Другие экономисты, говоря о существовании рынка слияний и поглощений подразумевают определенные ограничения, в частности: рассмотрение сделок в постприватизационном периоде; учет еди-

ничных вторичных трансакций; участие крупных компаний [8]. На основе последнего подхода, Радыгиным в частности, выделяется три основных этапа развития рынка слияний и поглощений. Первый этап – постприватизационный (начало 90-х гг. – 1998 г.). Он характеризуется использованием приватизационного механизма для получения контроля над компанией. Второй – посткризисный (середина 1999 г. – 2002 г.). Этот этап характеризуется консолидацией активов компаний, однако в силу объективных причин (мотивы сделок, механизм осуществления сделки), зачастую, наиболее приемлемым термином здесь будет – передел собственности, т.к. в качестве инструмента используются банкротства. Третий этап – реорганизационный спад – начался в 2002 г. Он характеризуется снижением темпов роста сложившихся групп, завершение процессов консолидации и наметившийся переход к реструктуризации групп и юридической реорганизации. Кроме этого, в этот период проводятся и объявляются сделки, которые уже наиболее соответствуют западным представлениям о рынке слияний и поглощений.

В то же время, некоторые экономисты и топ-менеджеры отмечают, что в настоящее время нельзя говорить о существовании рынка корпоративного контроля в строгом смысле. Главный исполнительный директор "Hermitage Capital Management" Уильям Браудер [6] в своем интервью сказал, что ситуация в России вообще не похожа на мировой опыт. Российская промышленность создавалась в течение социалистического периода развития. Это означает, что причины, вызывающие процессы в той или иной отрасли, совсем не обязательно соответствуют законам рыночной экономики. Кроме этого, считает-

© В.В. Еремеева, 2005

ся, что процессы консолидации компаний традиционно активизируются на стадии экономического роста в стране и при сохраняющейся тенденции к росту курса акций, тогда как в условиях России слияния чаще рассматривается в качестве возможного антикризисного механизма, в политическом контексте или как институциональная формализация технологической интеграции [8].

Другими авторами также выделяются разные этапы процесса поглощений в России. В зависимости от способов и задач проводимых слияний и поглощений с учетом временных рамок Гончарова и Погодина выделяют следующие этапы [3]. Первый этап – (1992-1993 гг.) – период стихийных поглощений. Второй этап – (1994-1995 гг.) – поглощение производится для получения контроля над экспортом предприятия или над его финансовыми потоками. Третий этап – (1996-2000 гг.) – на этом этапе поглощения производятся для формирования технологических цепочек, получения контроля над рынками.

Экспертами компанией "Маккензи", в зависимости от уровня развития системы управления и контроля, выделяются следующие этапы эволюции российских предприятий [14]. Первый этап (1993-1996 гг.) – установление финансового контроля над товарными и финансовыми потоками предприятия. Второй этап (1997-2000 гг.) – установление операционного и организационного контроля с целью сделать финансовую и производственную ситуацию на предприятиях более прозрачной для собственников и топ-менеджеров. Третий этап (2001-2004 гг.) – операционное совершенствование. Четвертый этап (с 2004 г.) – создание новой модели увеличения эффективности.

В связи с тем, что вопрос о периодизации процесса слияний и поглощений в России остается дискуссионным, автор считает целесообразным рассмотреть данный процесс более подробно с точки зрения двух существующих подходов: захват контроля через приватизационные механизмы и публичные транзакции на вторич-

ном рынке. Автор считает включение периода приватизационных процессов в анализ процессов межкорпоративной интеграции по нескольким причинам. Во-первых, целесообразно рассмотреть период становления отношений собственности (в т.ч. частной) в России как предпосылку возникновения механизмов по ее распределению. Во-вторых, именно приватизация обусловила появление в России непосредственно объектов сделок слияний и поглощений – частных предприятий, в т.ч. акционерных обществ. В-третьих, приватизационные процессы оказали непосредственное влияние на структуру собственности российских компаний, что в свою очередь является определяющим фактором в борьбе за корпоративный контроль. В-четвертых, приватизация также повлияла на формируемую национальную модель корпоративного управления и контроля в России. Таким образом, целью данной статьи является выявление основных этапов развития рынка корпоративного контроля в России на основе выявления особенностей рассматриваемых процессов в период формирования отношений собственности.

Период 80-90-х гг. в литературе, посвященной теме перераспределения собственности, часто называется периодом спонтанной приватизации государственной собственности. В это время руководители некоторых предприятий получают контроль над активами своих предприятий посредством различных схем: через аренду, выделение структурных подразделений. В ситуации отсутствия правовой базы, регламентирующей отношения по поводу частной собственности, взятие и удержание контроля осуществлялись в значительной мере силовыми методами, в т.ч. с использованием криминальных структур и подкупа государственных и партийных чиновников, традиционно отвечавших за контроль над предприятиями [9]. Несмотря на это период с 1985 по 1989 гг. в СССР можно охарактеризовать как период косметических изменений действовавшей системы, когда любые альтернативные формы собственности рассматривались лишь в кон-

тексте "многоукладной социалистической экономики" с доминирующим госсектором, так в октябре 1988 г. предприятиям в СССР было предоставлено право выпуска акций трудового коллектива и акций предприятий без преобразования их в акционерные общества [5].

1990-1991 гг. – это годы более систематических реформ. 1990 г. можно назвать годом начала формирования законодательной базы и инфраструктуры рынка. В этом году предприятиям было предоставлено право выпуска ценных бумаг и получения доходов по ним, создано первое акционерное общество и проведена первая открытая подписка на акции [5]. Следующий год стал продолжением развития инфраструктуры рынка ценных бумаг – в некоторых источниках получил название грюндерства в российской экономике. 1991 г. характеризуется созданием новых фондовых бирж, финансовых посредников, появлением первой промышленной холдинговой компании. В этом же году законодательно были определены: возможность приватизации предприятий путем создания акционерных обществ и продажи акций и право покупки российских ценных бумаг иностранными инвесторами.

Приватизация 1992-1994 гг. создала условия для возникновения рынка акций приватизированных предприятий. В период приватизации происходило интенсивное наращивание "критической массы" соответствующих количественных преобразований. Высокая степень политизации приватизационного процесса в России обусловила выбор приватизационной модели, ориентированной на максимальное достижение социального компромисса. В качестве основных целей приватизации декларировались: обеспечение равных стартовых возможностей гражданам в удовлетворении претензий на государственное имущество и развитие рынка ценных бумаг. Реальной целью, согласно [9, 15], было временное массовое распределение и закрепление формальных прав частной собственности в российском обществе при минимуме социальных конфликтов в рас-

чете на последующие транзакции в пользу эффективных ответственных собственников. Несмотря на то, что вопрос о результатах приватизации остается дискуссионным, основными итогами массовой приватизации признаны следующие: формирование корпоративного сектора экономики; появление институциональных инвесторов и класса собственников (около 40 млн формальных акционеров по итогам массовой приватизации) [15].

1995-1996 гг. характеризуются переходом к новой – "денежной" приватизационной модели. Однако в силу объективных причин (отсутствие спроса на большие пакеты акций, недоверие инвесторов после краха "МММ", неликвидность акций многих предприятий) на данном этапе приватизации попытки реализовать крупные пакеты акций предприятий в большинстве случаев оказались неудачными. В качестве общих методов, использовавшихся на данном этапе, можно назвать следующие: концентрация распыленных акций приватизированных предприятий; залоговые аукционы 1995 г.; войны "олигархов" 1997 г.; переход от наиболее "диких" к легальным процедурным технологиям корпоративного контроля и перераспределения акционерного капитала с 1996 г. года вступления в силу закона "Об акционерных обществах"; дополнительные эмиссии акций и производных бумаг; долговые схемы; инструментарий банкротства (с 1998 г.); реорганизация компаний; манипулирование с реестрами; попытки региональных властей взять контроль над основными предприятиями своего региона [15]. В силу перечисленных причин данный этап можно классифицировать как постприватизационный период перераспределения собственности.

Первый опыт враждебных поглощений в России (если говорить не о захвате контроля через приватизационные механизмы, а о публичных операциях на вторичном рынке) относится уже к середине 90-х гг. Публичный тендер по скупке 51 % акций кондитерской фабрики "Красный Октябрь" летом 1995 г. стал практически

первым случаем проведения операции поглощения. В качестве другого примера публичного поглощения можно привести покупку консорциумом, возглавляемом Инкомбанком, контрольного пакета акций кондитерского АО "Бабаевское". По оценкам экспертов, данные сделки продемонстрировали неадаптированность зарубежных технологий в российских условиях [8].

Постприватизационный период характеризуется также началом борьбы за контроль на предприятиях. Пытаясь предотвратить проникновение внешних инвесторов, руководство российских предприятий используют различные инструменты, некоторые из этих методов утратили актуальность с завершением приватизационных процедур, другие стали невозможны в 1996-1999 гг. в силу появления правовых ограничений [10]: 1) приобретение 5 % акций и закрытая подписка при приватизации; 2) покупка акций компании на приватизационных аукционах; 3) скупка акций фондами, принадлежащими менеджменту; 4) выкуп акций компанией, с последующей продажей руководству; 5) контроль акций работников через коллективный траст; 6) траст на управление госпакетом акций; 7) контроль над реестром акционеров и 8) привлечение местных органов власти для введения ограничений деятельности посредников, скупающих акции работников, а также другие инструменты.

Постприватизационный период 1995-1998 гг. отличается также постепенным переходом от "диких" форм перехвата контроля к механизмам с использованием процедурных форм. К числу процедурных приемов борьбы за контроль в постприватизационный период, в т.ч. с нарушением законодательства, также относятся [10]: 1) нарушения, связанные со своевременным уведомлением акционеров о собраниях акционеров; 2) нарушение требования избрания совета директоров на общем собрании; 3) противодействие включению внешних инвесторов в советы директоров; 4) противодействие независимому аудиту финансовой деятельности; 5) нарушение процедурных требований голосования на общих со-

браниях; 6) ущемление прав акционеров при распределении дивидендов; 7) нарушение прав акционеров при обмене акций.

В целом докризисный период денежной приватизации в России можно назвать началом перехода российских компаний от "диких" форм захвата с целью получить полный контроль над компанией к легальным формам приобретения контроля с приближением их к стандартам развитой рыночной экономики. Тем не менее, общая интенсивность слияний и поглощений фирм в классическом западном варианте, когда из двух или юридически более независимых фирм образуется одна или когда какая-то фирма получает контроль над другой, покупая контрольный пакет ее акций, в России в этот период гораздо меньше, чем в Европе и США. Если в России число подобных сделок в 1997 и в 1998 гг. измеряется несколькими сотнями, то, согласно Security Data Company, в 1998 году в Европе было объявлено о 8917 поглощениях [1].

Среди общих особенностей постприватизационного перераспределения собственности в 1994-1998 гг. можно выделить следующие: 1) агрессивная скупка различных по размеру пакетов акций на вторичном рынке (у работников, инвестиционных институтов, брокеров, банков); 2) лоббирование конкретных сделок с пакетами акций, остающихся у федеральных и региональных властей; 3) добровольное или административно-принудительное вовлечение в холдинги или финансово-промышленные группы [10].

Финансовый кризис 1998 года подвел черту политике "денежной" приватизации. При этом девальвация рубля и общее падение капитализации российского рынка акций лишили ценовых ориентиров даже наиболее перспективных российских эмитентов. Кроме этого изменились условия борьбы за перераспределение собственности. В ситуации хронического кризиса финансовых рынков в России с октября 1997 г. мобилизация свободных финансовых ресурсов для установления контроля над новыми объектами становится проблема-

тичной даже для крупнейших отечественных финансовых группировок [11].

Некоторыми авторами отмечается тот факт, что финансовый кризис 1998 г. не сломал систему, но лишь сместил акценты и активизировал новый передел собственности в 1999-2000 гг. О вновь начавшемся в 1998-1999 гг. массовом перераспределении собственности в корпоративном секторе говорят данные регистраторов: во-первых, осенью 1998 – 1999 гг. общий объем перерегистрации сделок с акциями у регистраторов не уменьшился, во-вторых, в 1999 г. практически до нуля (против 20 в 1998 г.) сократилось количество регистраторов, которые обслуживали более 500 000 владельцев именных ценных бумаг. Можно еще добавить, что по итогам 1999 г. в Российской Федерации зарегистрировано около 19 000 выпусков ценных бумаг (в 1998 г. – 20 000), но при этом количество случаев закрытой подписки увеличилось в 2 раза, открытой – снизилось в 7 раз (по сравнению с 1998 г.) [11].

В посткризисном периоде методы борьбы за контроль над предприятиями носят в основном процедурный характер: ведение двойного реестра, двоевластие в акционерном обществе, переход на единую акцию и др. В тоже время в ряде случаев вооруженный захват предприятия, как и в 1993-1995 гг., становится одним из широко используемых способов установления корпоративного контроля. Для подобных конфликтов характерен правовой нигилизм, когда захватчик власти в корпорации игнорирует реальную структуру акционерного капитала и тонкости процедурных вопросов управления [11].

Кроме этого с начала 1998 г., с введением в действие новой редакции федерального закона "О несостоятельности (банкротстве)", был открыт иной, гораздо более эффективный способ борьбы за контроль над собственностью в российских условиях – через банкротство. Изначально внедрение и применение института банкротства в России, по замыслу его сторонников, должно было обеспечить решение двух основных задач: ликвидации абсо-

лютно нежизнеспособных предприятий; финансовому оздоровлению предприятий. Однако, уже начиная с 1998 г. становится все более очевидным: банкротство в российских условиях – один из основных, если не главный, инструмент перехвата контроля над собственностью. Наиболее наглядно об этом свидетельствует динамика банкротств. В 1993 г., с введением в действие закона, было принято к производству и рассмотрено немногим более 100 дел этой категории. В 1997 г. уже более 2600 организаций были признаны банкротами, по 850 делам введена процедура наблюдения. Однако действительно лавинообразный характер банкротства приобрели начиная с 1998 г., с момента введения в действие нового закона "О несостоятельности (банкротстве)". Только за 10 месяцев 1999 г. (с марта по ноябрь) было возбуждено 3495 дел о банкротстве [4].

В качестве общих характеристик процесса межкорпоративной интеграции в данный период можно выделить следующие: 1) активизация слияний в отраслях, не требующих концентрации финансовых ресурсов; 2) фокусирование на недооцененных компаниях; 3) рационализация мотивов поглощений; 4) возможность увеличения числа международных слияний и поглощений, в связи со снижением капитализации российских компаний; 5) сохраняющаяся оппозиция региональных властей в случаях, когда "агрессор" не связан с местной региональной элитой; 6) упорядочение структуры акционерного капитала в связи с угрозой поглощения в данной отрасли [8]. Таким образом, главным стимулом для активизации процесса слияний и поглощений в первые посткризисные годы стала продолжающаяся консолидация акционерного капитала. В связи с этим, с точки зрения дальнейших системных преобразований, можно говорить о том, что приватизация уступила место вопросам корпоративного управления и реструктурирования приватизированных предприятий.

Постепенный переход российских компаний к юридическому оформлению процессов концентрации капитала, т. е. к

слияниям и поглощениям в обычном западном понимании был обусловлен следующими причинами [7, 13]:

1. Юридически оформленное слияние или поглощение является более надежным, чем неформальный контроль.

2. Формализация отношений собственности внутри российских интегрированных структур с целью привлечения инвестиций.

3. Усиление регулирующей роли государства после кризиса 1998 г. В частности требование ЦБ России увеличения уставного капитала банков и страховых компаний. В то же время роль государства в процессах слияний не является преобладающей, оно будет продолжать играть важную роль на рынке корпоративного контроля в России до тех пор, пока в его распоряжении будут оставаться нереализованные пакеты акций крупных российских компаний.

4. С вступлением в силу нового закона о банкротстве процедура сильно упростилась, и предприятия готовы идти на все, чтобы избежать банкротства.

5. Общеэкономические последствия событий 17 августа 1998 г. Это связано, прежде всего, с развернувшимися процессами импортозамещения в результате резкой девальвации рубля.

6. Влияние общемировых тенден-

ций (глобализация). Существуют исследования, которые показывают, что если уровень концентрации в некоторых отраслях в одной стране относительно высокий, то он имеет тенденцию быть также относительно высоким и в других странах. Тем не менее существует определенный диспаритет между прямыми иностранными инвестициями в Россию и из России, который имеет под собой сугубо нерыночные основания. В частности система государственного валютного регулирования, направленная на сдерживание оттока российских капиталов.

Характеризуя динамику слияний и поглощений в России за последние пять лет необходимо отметить значительный рост числа сделок, как по количеству, так и по стоимости (см рис.), что вполне соответствует мировой практике, когда пик активности слияний приходился на годы экономического роста. Особенностью российского рынка слияний на данный момент является то, что всплеск активности происходит на фоне начавшегося в 2001 г. спада слияний и поглощений в мире, в т.ч. в развитых странах.

На основании вышесказанного автор считает, что, начиная с 2003 г. в России начинает формироваться рынок слияний и поглощений с точки зрения западных дефиниций.

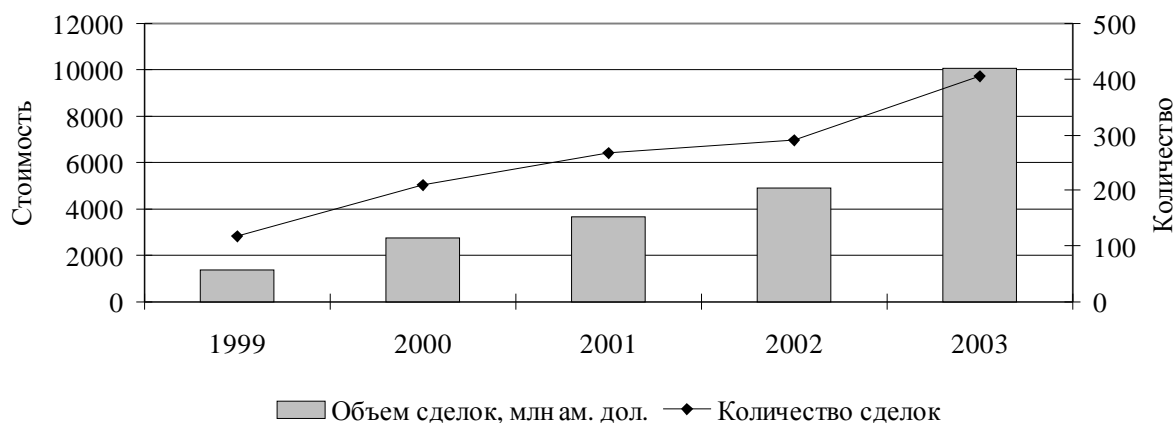


Рис.1. Динамика слияний и поглощений в России [12]

Таким образом, если подходить к процессам слияний и поглощений как формам приобретения контроля над компанией, то в России можно выделить следующие этапы распределения и перераспределения собственности (см рис 1.) [10, 2]: 1) Период скрытой (спонтанной) приватизации (1987-1991 гг.). Получение директорами неформального контроля над предприятиями. 2) Массовая "чековая" приватизация (1992-1994 гг.). Появление основных групп собственников и объектов для сделок слияний и поглощений. 3) Постприватизационное перераспределение собственности: остаточная, "денежная" приватизация (1995-1998 гг.). Проведение первых поглощений. 4) Посткризисное перераспределение собственности (1998-2002 гг.). Переход к легальным процедурным технологиям корпоративного контроля и перераспределения акционерного капитала. 5) Формирование рынка слияний и поглощений (с 2003 г.).

Литература

1. Алексеев В.Л. Процессы концентрации капитала в России // <http://www.maplaza.ru>.
2. Волков В. Причины и логика корпоративных конфликтов // *Тор-Manager*. – 2003. – № 29.
3. Гончарова Э.А. Инвестиционный механизм слияния и поглощения предприятий корпоративного типа / Э.А. Гончарова, В.В. Погодина. – СПб.: Изд-во СПбГУ-ЭФ, 2002. – 271с.
4. Джафаров Д. Враждебное поглощение по-российски: причины популярности банкротств // *Управление компанией*. – 2001. – № 5.
5. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Перспектива, 1995. – 536 с.
6. Молина М. Российские корпорации: деление и слияние // www.Утро.ru. – 2003. – № 387 (1055) от 22 января 2003 г.
7. Пирогов А. Особенности слияний и поглощений российских компаний // *Управление компанией*. – 2002. – № 5.
8. Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. // *Научные труды № 43Р*. М.: Институт экономики переходного периода, 2002. – 177 с.
9. Радыгин А., Сидоров И. Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? // *Вопросы экономики*. – 2000. – № 5. – С. 45-61.
10. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М.: ИЭПП. – 239 с. 1999
11. Радыгин А., Шмелева Н., Мальгинов Г. Посткризисное перераспределение прав собственности и проблемы защиты прав акционеров (инвесторов). – М.: ИЭПП, 2000 г. – 102 с.
12. Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы. (Выпуск 25) / Под. ред. Гайдара Е. – М.: ИЭПП, 2004. – 440 с.
13. Савицкий К., Покровский В. Мир слияний и поглощений // *Рынок ценных бумаг*. – 2000. – № 19. – С. 54-57.
14. Солженицын Е., Газин Г. Забытый фронт // *Вестник McKinsey*. – 2004. – № 7. – С. 6-21.
15. Энтов Р., Радыгин А. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций / М.: ИЭПП. – 1998 г. – 283 с.

Статья поступила в редакцию 10.01.2005