

обнадеживают. В обозримом будущем императивом для России станет именно крупнокорпоративный сектор, на базе которого будут сформированы новые рыночные институты, способные обеспечить процветание и богатство страны.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Мащенко В. Е. Системное корпоративное управление. М.: Сирин, 2003. 251 с.
2. Сорокин Д. А. Особенности формирования интегрированных корпоративных структур в условиях глобализации экономики // Теоретические и практические проблемы экономического роста и развития в транзитивной экономике: Сб. науч. трудов / Под ред. В. И. Бархатова. Челябинск: Изд-во ЮурГУ, 2003.
3. Юшкевич Е. Е. Формирование и развитие трастовых форм корпоративно-государственной экономической интеграции. Препринт. Екатеринбург, 2003. 46 с.
4. Подшивалов Д. В. Проблемы взаимодействия государства и финансово-промышленных групп в транзитивной экономике // Теоретические и практические проблемы экономического роста и развития в транзитивной экономике: Сб. науч. трудов / Под ред. В. И. Бархатова. Челябинск: Изд-во ЮурГУ, 2003.
5. Пахомова Н. Н. Основы теории корпоративных отношений (правовой аспект): Монография. Екатеринбург: Изд-во «Налоги и финансовое право», 2004. 208 с.

*Андрей Генрихович ТИХОНОВ —
генеральный директор ЗАО «Траст-Ойл»,
кандидат экономических наук*

УДК 65.01:061

КОРПОРАТИВНЫЕ ТРАНСФОРМАЦИИ И ПРОБЛЕМЫ КОНСОЛИДАЦИИ КАПИТАЛА

АННОТАЦИЯ. В статье на основе богатого фактологического материала рассматривается российская и зарубежная практика консолидации капитала в результате слияний, поглощений, образования альянсов. Содержится краткий анализ регламентирующих эту сферу законодательных актов, а также предложений по совершенствованию подходов и механизмов корпоративного строительства.

The author describes Russian and a foreign practice of capital consolidation on the basis of merges, acquisitions and alliances, offers a brief analysis of regulations applicable in this sphere, as well as several ways to improve methods and techniques of corporate building.

Необходимость стимулирования развития инновационного потенциала России, повышения конкурентоспособности ее предпринимательских структур настоятельно требует увеличения масштабов их производства и капитализации. Последняя и по сегодняшний день во много раз ниже, чем у западных компаний¹. Не конкурентоспособны российские компании и по такому показателю, как отношение

¹ Рыночная стоимость, например, самой дорогой до недавнего времени российской компании «ЮКОС» (31,2 млрд. долл.) в 17 раз меньше, чем у компании ExxonMobil. Меньше она и по сравнению с государственной китайской компанией «China National Petroleum Corporation» (33,5 млрд. долл.), которая, как известно, была потенциальным покупателем «Славнефти».

стоимости компании к ее чистой прибыли (Price/Earnings — P/E): у большинства российских компаний эта величина составляет не более 3–5 пунктов, в то время как у западных — в 2–3 раза выше. Фактически это означает, что за год российская компания получает доход, равный 20% собственной рыночной стоимости, в то время как западная — часто меньше 10%. Такая высокая доходность российских компаний делает их ценные бумаги, что понятно, привлекательными для покупателей, однако существенно снижает объем инвестируемых средств из-за недооцененности компаний.

Решение проблемы консолидации капитала может быть обеспечено как за счет внутренних, так и внешних источников. Первые предполагают мобилизацию средств путем маневрирования ресурсами и их концентрации на ключевых направлениях развития, внедрения новых технологий, продуктов, сокращения численности занятых. К внешним источникам относятся программы трансформации в форме слияний, поглощений, создания альянсов. В международной практике слияние (merger) характеризуется как объединение двух или более юридических лиц, при этом объединяющиеся компании прекращают свое существование, а их активы и обязательства переходят на баланс нового юридического лица. В результате поглощения (acquisition)¹ компания-объект поглощения прекращает свое существование, а компания-покупатель приобретает ее активы и обязательства. Понятие «альянса», наконец, трактуется двояко: как форма соглашения, не подкрепленная отношениями собственности, и как общее понятие различных видов объединений, обычно международных.

Слияния и поглощения давно стали определяющей стратегией роста многих зарубежных корпораций, при этом основным мотивом для них является достигаемый синергетический эффект. Показателен в этом отношении опыт трансформаций в последние годы американских компаний: только 25% из них обеспечили рост своей стоимости за счет внутренних факторов; 40% — за счет слияний и поглощений и 35% — в результате комбинирования этих двух источников. По итогам 2001 г. компания «Pricewaterhouse-Coopers» (PWC) опубликовала доклад «Слияния и поглощения в Восточной и Центральной Европе», в котором оценивались характеристики M&A-рынка (mergers and acquisitions) семи стран региона. Россия оказалась лидером этого рынка — около 28% от общего объема в регионе. В 2002 г. число попыток M&A-сделок в России выросло на 36%. При этом значительно увеличилась доля добывающих отраслей — на них приходится более 50% M&A-сделок² (в других странах ЦВЕ — всего 3%).

В российских M&A-сделках, в отличие от стран Восточной Европы, почти не участвуют иностранные инвесторы. В то же время компании российского нефтегазового комплекса направляют значительные средства для портфельного инвестирования за границей. В 2002 г. «ЮКОС», выкупив у американской компании «Williams International Co.» 26,85% акций литовской компании «Mazejkiu nafta», стал владельцем ее контрольного пакета акций³. Крупные приобретения сделаны и другими российскими корпорациями («Мобильные телесистемы» и «Альфа-групп»), которые приобрели акции украинских операторов мобильной связи за 194,2 и 161 млн. долл. соответственно⁴.

¹ Термин «поглощение» в российском законодательстве заменен «присоединением».

² Исключение составляет цветная металлургия — в ней этот процесс практически завершился к 2001 г. созданием олигопольного контроля над рынком «Русским алюминием», «Сибирско-Уральской алюминиевой компанией», «Норильским никелем» и «Уральской горнометаллургической компанией».

³ До 2005 г. «ЮКОС» намеревался разместить в ЦВЕ 4 млрд. долл.

⁴ Коммерсант. 2002. 3 декабря.

Одновременно следует отметить, что гораздо большее распространение в России получили враждебные поглощения, которые приобрели характер акционерных войн. Так, в 2002 г. в России было осуществлено 1870 поглощений, из них 76% — враждебными методами¹. Схемы здесь различны: от скупки долговых обязательств, инициирования банкротства до махинаций с реестром акционеров. Российского «агрессора» чаще всего интересуют объекты недвижимости. Так, в 2003 г. в ходе таких враждебных поглощений в Москве было ликвидировано 16 предприятий легкой промышленности и торговли (например, кожевенный завод «Рускон»). В настоящее время скуплено 87,7% акций тонкосуконной фабрики им. Петра Алексеева, пакеты акций фабрик «Смена», «Победа», «Радуга», «Салют», «Освобожденный труд». Исключения не составляют и наукоемкие отрасли: КБ Туполева, например, лишилось уникального опытного производства, здание которого переоборудовано в ресторан². К специфике российских М&А-сделок отнесем и то, что они практически не затрагивают организованный фондовый рынок. Поэтому одной из наиболее распространенных форм поглощений является скупка акций у миноритарных акционеров. При этом чем менее ликвидны акции компании, тем проще их скупить: акционеры не знают их реальную стоимость и готовы их продать по достаточно низкой цене, тогда как в развитых странах «агрессоры» вынуждены часто выплачивать премию к рыночной цене акции.

Политика недружественных поглощений часто направлена на укрепление монопольных позиций захватчика, о чем свидетельствуют, например, попытки поглощения «Газпромом» независимых газодобытчиков «Итера» и «Нортгаз». «Нортгаз», например, добывает всего 4,5 млрд. куб. м газа в год, и разрабатывать подобные месторождения для «Газпрома» просто нерентабельно. Нормой поглощений в сфере нефтедобычи становится поглощение корпорациями малых нефтедобывающих предприятий (МНП). При этом одной из основных форм конкурентной борьбы здесь стало лишение их доступа на нефтеперерабатывающие предприятия, которые, как правило, уже входят в состав вертикально интегрированных структур. Так, компания «ЛУКОЙЛ-Пермь» поглотила бывшие независимые МНП «Кама-нефть», «Пермьтекс», «ПермТОТИнефть», «Парма-Ойл», «Волгодеминойл», «Ватойл». В результате доля МНП в совокупном объеме добычи резко уменьшилась — до 7% нефти и около 10% газа³. Подобная политика со стороны естественных монополистов, во-первых, противоречит «Энергетической стратегии России», которой, в частности, предусмотрено увеличение добычи газа МНП (согласно прогнозам, ими будет добываться к 2020 г. каждый пятый кубометр газа, а к 2030 г. — уже 30% общего объема). Достичь этой цели не удастся, если государство, владеющее контрольным пакетом акций в капитале ведущих добывающих компаний, будет допускать принятие решений о поглощениях, усиливающих монопольное положение этих компаний и ухудшающих условия конкурентной среды. Во-вторых, за последнее время темпы роста крупнейших российских сырьевых компаний остаются заметно ниже средних темпов роста аналогичных структур других отраслей промышленности, а оставшиеся независимыми МНП демонстрируют повышение инновационной активности и эффективности своей деятельности.

В конце XX в. волна враждебных поглощений была характерна и для Европы, когда она стала мировым лидером таких сделок: величина «захватов» составила в 1999 г. сумму около 400 млрд. долл. в общем объеме всех европейских М&А-сделок (порядка 1500 млрд. долл.). Более того, глобализация финансовых рынков

¹ Торгово-промышленные ведомости. 2003. № 20. С. 7.

² Плешанова О. Слитно и безраздельно // Коммерсантъ. 2004. 6 февраля.

³ Для сравнения: в США работает 20 тыс. малых и средних предприятий, не входящих в структуру корпораций. Они обеспечивают 40% добычи нефти и 60% — природного газа.

привела к появлению нового вида участников рынка — «рейдеров» (raiders), цель которых — скупка недооцененных компаний для краткосрочного повышения их рыночной стоимости и последующей перепродажи. С одной стороны, угроза захвата заставляет компании повышать свою конкурентоспособность, с другой стороны, конфликт между краткосрочными и долгосрочными целями бизнеса приводит к противоположному эффекту: компаниям приходится заботиться, прежде всего, о повышении текущего курса своих акций и прибыльности.

За многолетнюю мировую практику были выработаны определенные методы защиты от недружественного поглощения, которые сводятся к двум основным: до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения (pre-offer defenses)¹ и после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано (post-offer defenses)². В российской практике наибольшее распространение здесь получили следующие виды защиты:

1. Защита реестра акционеров, поскольку для большинства российских компаний, не эмитирующих акции (ЗАО), запись в реестре является главным свидетельством того, кто владеет акциями. В то же время хранение реестра у независимого регистратора не может полностью исключить утечку информации (по действующему законодательству регистратор по запросу акционера обязан в течение 20 дней предоставить ему выписку из реестра). Положение усугубляется также тем, что существует вариант скупки акций «втемную» — она происходит какое-то время без изменений записей в реестре.

Широко известный в развитых странах метод защиты информации, называемый «компенсационными парашютами»³, в российской практике применен только однажды — в 1995 г. фабрикой «Красный Октябрь» в борьбе с банком «Менатеп». Чаще вместо вознаграждений практикуется передача менеджерам компании небольшого пакета акций.

2. Повышение привлекательности компании для ее акционеров, делающих их незаинтересованными в продаже своих акций. Действенным средством в этом отношении является такой вид информационной работы, как shareholders relations — отношения с акционерами.

3. Изменение организационно-правовой формы компании. Так, в 2002 г. общим собранием ОАО «Уралкалий» было принято решение о перерегистрации компании в общество с ограниченной ответственностью (в котором права участников отличаются от прав акционеров в АО). Этот путь, однако, связан с ущемлением прав миноритарных акционеров.

4. Консолидация пакета акций, учитывающая особенность российской корпоративной практики (контрольный пакет — 75% + 1 акция). Применяется и проведение дополнительной эмиссии акций с закрытым их размещением. Однако и в этом случае также часто нарушаются права миноритарных акционеров, что отрицательно влияет на имидж компании.

5. Перевод активов в дочерние структуры с последующим отделением этих структур⁴.

Решение проблемы защиты от враждебных слияний и поглощений требует скорейшего внесения изменений в действующее корпоративное законодательство.

¹ Разделение совета директоров, супербольшинство, «ядовитые пилюли» и др.

² Целевой выкуп, стоп-соглашение, тяжба, реструктуризация активов и пассивов и др.

³ В контракты менеджеров включаются условия, гарантирующие им значительные выплаты (премии) в случае предотвращения опасности недружественного поглощения.

⁴ К такой схеме, например, пришлось прибегнуть флагману отечественного судового дизелестроения — «Брянскому машиностроительному заводу». Предприятие сильно пострадало: от работавших на нем 25 тыс. специалистов осталась лишь десятая часть.

Необходимы, в частности, проработка и уточнение содержания используемых в действующем законодательстве понятий «корпоративная собственность», «корпоративное право», «корпоративное управление» с их ориентацией на реальную хозяйственную практику, а не на узкие интересы корпоративных группировок. Не совершенен и ФЗ «Об акционерных обществах»: сливающиеся компании по действующему законодательству обязаны уведомить всех кредиторов, которые вправе потребовать досрочного исполнения обязательств, что осложняет применение этих форм трансформации. Более того, если суммарная балансовая стоимость активов обществ, участвующих в слиянии или присоединении, превышает 20 млн. руб. (т.е. менее 1 млн. долл.), требуется согласие Федеральной антимонопольной службы (ФАС — бывшего МАП). Не случайно на практике это положение закона обходится путем обыкновенной скупки акций или активов (без оформления процедур M&A), что позволяет, как свидетельствуют данные фирмы «Купер Бразерс», уменьшить затраты на приобретение предприятия в десятки, если не в сотни раз.

Встречающиеся в другом законе «О несостоятельности (банкротстве)» неясности и неточности формулировок его статей в определенной мере способствуют необоснованному переделу собственности. Так, дело о банкротстве может быть возбуждено в отношении предприятия даже с миллиардным годовым оборотом из-за просроченной им на 3 месяца задолженности в сумме всего 100 тыс. руб. (при этом возможна суммарная задолженность группе кредиторов). В то же время подобная сумма требований соответствует условиям деятельности малых предприятий с годовым оборотом в 3-5 млн. руб. и, естественно, мало ощутима для крупных. Разделяя данную точку зрения, ряд исследователей предлагают, чтобы критерий учитывал размер стоимости оборотных активов. Тогда дело о банкротстве может быть возбуждено арбитражным судом лишь в случае, если требования к должнику — юридическому лицу в совокупности превышают стоимость его оборотных активов (но не менее 100 тыс. руб.). Другое важное положение новой редакции этого закона касается финансового оздоровления. Процедура оговорена в законе необходимостью обеспечить исполнение обязательств должника (в виде банковской, государственной гарантий, поручительств и др.). Из-за такого рода нереального требования процедура финансового оздоровления не находит сейчас и вряд ли найдет в будущем широкое распространение. Это требование необходимо, на наш взгляд, пересмотреть, предусмотрев возможность применения разработанной должником (или иным инициатором указанной процедуры) собственной программы финансового оздоровления предприятия, включая график погашения задолженностей.

Иная форма консолидации капитала — скупка недооцененных активов — характеризуется часто приобретением непрофильных предприятий. Если крупные компании цветной и черной металлургии проводят диверсификацию производства, приобретая предприятия машиностроения и металлообработки, то нефтяные компании вкладывают средства в предприятия АПК и розничной торговли для дальнейшей их перепродажи. Так, в 2002 г. «ЮКОС» приобрел за 35 млн. долл. сеть магазинов розничной сети «Копейка», продав ее в следующем году уже за 60 млн. долл. Подобная практика означает отвлечение значительных средств, которые могли бы быть направлены на модернизацию производства. Не случайно складывается ситуация, когда отечественные крупные нефтяные компании тратят на тонну добытой нефти средств в десять раз меньше, чем компании других ведущих нефтедобывающих государств, за счет экономии на обновлении и реструктуризации производства. В этой связи в качестве одной из мер, направленных на модернизацию предприятий-природопользователей, целесообразно, на наш взгляд, госрегулировать их финансово-хозяйственную деятельность путем введения, например, фиксированной ставки отчисления от прибыли в фонд развития производства.

За последнее время в глобализирующемся мире все большее распространение получают стратегические альянсы как форма интеграции партнеров для достижения общих целей, укрепления и расширения рынков. Подобная форма позволяет образовать широкий круг партнеров, включая потребителей, поставщиков, разработчиков, даже конкурентов. Из зарубежной практики известно достаточно много позитивных примеров такой формы взаимоотношений участников производственной сферы. Российский опыт много скромнее. Здесь можно назвать альянс между «Сибалом» и «Сибнефтью», который контролирует 75% российского и 8% мирового производства алюминия. В аспекте формирования государственной промышленной политики представляют важность альянсы, объединяющие компании экспортных отраслей и оборонные предприятия. Например, объединение ресурсов РКК «Энергия» и «Газпрома» дало возможность наладить выпуск спутников для разведки нефтяных и газовых месторождений, на которые традиционно присутствует устойчивый спрос.

Основной формой международного стратегического альянса является, как правило, консорциум, который создается на срок реализации конкретной программы, требующей мобилизации значительных ресурсов. В Каспийском трубопроводном консорциуме, например, России принадлежит преобладающая доля — 44%. Следует отметить, что Каспийский регион — зона повышенного интереса со стороны многих ведущих мировых нефтегазовых компаний. Достаточно долго проводился процесс урегулирования имущественных прав России и Азербайджана, закончившийся в 2002 г. подписанием соглашения по разделу дна Каспийского моря. В консорциумах по разработке в азербайджанском секторе Каспия месторождений Азери-Чираг-Гюнешли (АЧГ) и Шах-Дениз участвовал «ЛУКОЙЛ». В 2003 г. «ЛУКОЙЛ» продал свою 10%-ю долю в первом проекте (АЧГ) японской фирме «Inpex» за 1,337 млрд. долл. (чистый доход «ЛУКОЙЛа» составил 1,13 млрд. долл.). Более того, «ЛУКОЙЛ» намерен продать и 5%-й пакет акций второго проекта. Такого рода попытки ряда нефтяных компаний напрямую продать свои «каспийские» активы зарубежным покупателям не отвечают национальным интересам России, резко ограничивают приток в страну прямых инвестиций.

Еще один пример возможной угрозы экономической безопасности России — намечающееся заключение (как это преподносится представителями компаний) стратегического альянса между группой «Русский алюминий» и американской компанией «Alcoa». С целью выхода на мировой рынок алюминиевого проката «Русал» принял решение о продаже американской компании двух своих предприятий — «Самарского металлургического завода» (СМЗ) и «Белокалитвенского металлургического производственного объединения» (БМПО). Назвать эту сделку стратегическим альянсом нельзя, поскольку имеет место передача (передел) собственности. Подчеркнем при этом, что стоимость сделки, оцениваемая в 200–250 млн. долл., ниже реальной стоимости активов предприятий¹, что уже является фактом бегства российского капитала. Однако важнее, по нашему мнению, другой факт: указанные заводы имеют для отечественной экономики стратегическое значение, поставляя на внутренний рынок около 60% от всего объема производимого в стране алюминиевого проката. В то же время существует серьезное опасение, что после покупки заводов компанией «Alcoa» они попросту могут быть законсервированы для устранения конкурентов (такие примеры в российской практике, к сожалению, имеются). Даже в том случае, если предприятия сохранят свои производственные мощности, нет уверенности в том, что они не окажутся в ситуации 90-х гг. прошлого столетия, когда в условиях действовавших толлинговых схем британская трейдерская группа «Trans World metal», взяв под свой контроль снабжение и сбыт в

¹ Коммерсантъ. 2004. 17 февраля.

отрасли и завладев пакетами акций ряда заводов (Братского, Красноярского, Саянского и др.), жестко пресекала любые попытки российских предприятий проводить политику, соответствующую интересам российской стороны. В результате развития такого сценария не изменится и сырьевой характер экспорта «Русала» — он будет поставлять первичный алюминий, а американские партнеры — продавать на мировом рынке готовую продукцию «высокого передела». Как отмечалось ранее, для осуществления анализируемой выше сделки необходимо получить разрешение ФАС, которая должна, по нашему мнению, воспрепятствовать попытке снижения конкурентоспособности отрасли. В дальнейшем основополагающие положения по сокращению угроз экономической безопасности России должны быть внесены в ФЗ «О защите конкуренции», концепция которого в настоящее время разрабатывается.

За последнее время отличительной чертой слияний и поглощений стал рост трансграничных сделок, т.е. сделок, в которых участвуют хозяйствующие субъекты разных стран. При этом ключевая роль принадлежит так называемым мегаслияниям (стоимостью свыше 1 млрд. долл.). В их числе крупнейшая сделка между телекоммуникационными компаниями США (AirTouch Communication Inc.) и Великобритании (Vodafone AirTouch PL/C) в 1999 г. на сумму 60,3 млрд. долл. Примеры трансграничных слияний и поглощений появились и в российской практике. Так, в 2001 г. была зафиксирована мегасделка между индийской компанией «Oil and Natural Gas» и российской «Сахалин-1» (1,7 млрд. долл.). Сделка 2003 г. между компанией «British Petroleum» и Тюменской нефтяной компанией (6 млрд. долл.) вошла в число 10 крупнейших сделок в мире по итогам за этот год.

Расширение и укрупнение российских компаний должно происходить, по нашему мнению, не за счет поглощения тех, кто оказался слабее на внутреннем рынке, а за счет участия в зарубежных проектах, продвижения на новые рынки, в первую очередь, в странах СНГ, т.е. за счет трансграничных слияний и поглощений. Интеграция такого рода сегодня является неотъемлемым признаком глобализации и либерализации мировой экономики, стала лидирующей стратегией роста ведущих компаний развитых стран. Реализация такой стратегии роста жизненно необходима отечественным компаниям для равноправного взаимодействия с ТНК развитых стран, осуществляющих агрессивную экспансию на российский рынок.

*Николай Васильевич ТУМАЛАНОВ —
доцент кафедры экономической теории
Чувашской государственной
сельскохозяйственной академии,
кандидат экономических наук*

УДК 330.111.4:330.14

ЭВОЛЮЦИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ

АННОТАЦИЯ. В статье излагается теоретическое видение сущности, функций предпринимательства. Дана классификация предпринимательства по определенным признакам деления. Прослеживается эволюция и современное положение предпринимателя как собственника и распорядителя капитала, оценивается его место в корпоративной системе.