

В статье анализируется влияние враждебных поглощений на финансовое состояние предприятия. С этой целью проводится сравнительный анализ основных финансовых коэффициентов четырех российских предприятий, подвергшихся враждебному поглощению. На основе разработанной методики автор делает вывод о роли враждебных поглощений на корпоративном рынке в РФ.

К чему приводят поглощения

Оценка влияния враждебного поглощения на финансовое состояние предприятия

Е. С. ДЕМИДОВА,
европейский магистр экономики и права Университетов
Манчестера, Болоньи и Эразмус Роттердам,
Санкт-Петербург

Оценка эффекта враждебных поглощений производится во многих зарубежных исследованиях, часто на выборке весьма внушительных размеров. Но все основные исследования поглощений сделаны в Великобритании, поскольку именно эта страна обладает самым развитым в Европе фондовым рынком. В России же по причине неразвитости рынка ценных бумаг оценить эффект враждебного поглощения, отслеживая изменения котировок акций, не представляется возможным.

Как правило, враждебным поглощениям подвергаются средние и малые предприятия, акции которых не торгуются на фондовых биржах, а на цены тех редких сделок, которые можно найти по результатам торговли на российских фондовых биржах, вряд ли можно положиться в силу недооцененности акций российских средних предприятий.

Так что на данном этапе развития российского рынка оценить эффект враждебного поглощения традиционными на Западе способами невозможно. В расчете премии за контроль при поглощении, как и в расчете кумулятивной сверхдоходности (CAR – cumulative abnormal returns), для оценки эффекта поглощения необходимы данные о цене акций и ее ежедневных изменениях, а также информация об уплаченной при покупке компании сумме, в России обычно закрытая.

© ЭКО 2007 г.



Кроме того, эмпирические исследования, опирающиеся на изменения цены акций до и после поглощения, не всегда полно отражают влияние поглощения на фундаментальную стоимость компании, поскольку объявление о поглощении дает рынку множество сигналов. Например, если компания-покупатель предлагает в качестве оплаты собственные акции, это, как правило, связано с переоцененностью последних, в результате чего их цена падает¹. Исключить влияние множества эффектов на цену акций очень трудно.

Методика и выбор показателей

Чтобы преодолеть данные ограничения и оценить влияние враждебных поглощений, разработана методика оценки, в которой помимо расчетов коэффициентов рентабельности (ROE, ROA), финансовой устойчивости, платежеспособности и деловой активности оценивается изменение основных финансово-экономических показателей поглощенной компании до и после поглощения. Оптимальным для сравнения выбран период в 5 лет: 3 года до поглощения и 2 года – после. Именно такой интервал обусловлен доступностью финансовых отчетов компаний и рациональностью оценки, в которой мы учитываем темпы роста прибыли и продаж за период в 3 года до поглощения, чтобы исключить их из оценки эффекта поглощения и получить чистый эффект от смены руководства и стратегии управления поглощенной компанией.

Расчет семи выбранных оценочных показателей (табл. 1) позволяет совмещать преимущества модели доходности собственного капитала (ROE) и модели эффективности управления активами (ROA). К тому же, на наш взгляд, это – оптимальный набор коэффициентов для быстрого определения изменений основных составляющих финансового состояния компании в результате враждебного поглощения: прибыльность, доходность акционерного капитала, эффективность управления активами, финансовая устойчивость и платежеспособность.

¹ См.: Myers S. C. and Majluf N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13. P. 187–221.

Финансово-экономические базовые показатели для сравнения эффективности управления компанией до и после поглощения

Показатель	Формула расчета
Рентабельность активов (ROA), %	Чистая прибыль / средняя балансовая стоимость активов*
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	Чистая прибыль / (капитал и резервы – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов – собственные акции, выкупленные у акционеров)
Рентабельность продукции (продаж), %	Прибыль от продаж / выручка от продаж
Фондоотдача, %	Выручка (выручка от продаж) / стоимость основных средств
Оборачиваемость активов, раз	Выручка от продажи товаров, продукции, работ, услуг за вычетом налога на добавленную стоимость, акцизов и т.п., налогов и обязательных платежей / средняя стоимость активов
Коэффициент финансовой зависимости	(Долгосрочные обязательства + краткосрочные обязательства, за исключением доходов будущих периодов) / (капитал и резервы, за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров, – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов)
Текущий коэффициент ликвидности	(Оборотные активы – долгосрочная дебиторская задолженность) / краткосрочные обязательства (не включая доходы будущих периодов)

* Все средние величины рассчитываются как среднеарифметические рассматриваемых показателей на начало и конец периода.

Показатель рентабельности активов обнаруживает важную взаимосвязь между эффективностью управления активами и доходностью, поскольку учитывает увеличение оборота компании, рентабельность продаж и соотношение этих факторов. Показатель доходности собственного капитала свидетельствует, каким образом инвестируются средства в производственные активы – за счет заемного или собственного капитала, и измеряет доходность, полученную акцио-

нерами от деятельности компании. Доходность оценивается на основе финансового рычага (коэффициент финансовой зависимости) с учетом эффективности управления активами (показатели оборачиваемости активов и фондоотдачи, свидетельствующие об эффективности внеоборотного капитала). Эффективность финансового рычага, в свою очередь, определяют через оценку текущего уровня финансового риска предприятия. Так, для оценки краткосрочного риска компании использован коэффициент текущей ликвидности.

Разложение коэффициента ROE на основные компоненты – коэффициенты прибыльности, действие финансового рычага и показатель оборачиваемости активов, а также взаимосвязь рассчитываемых нами коэффициентов приведены на рис. 1.

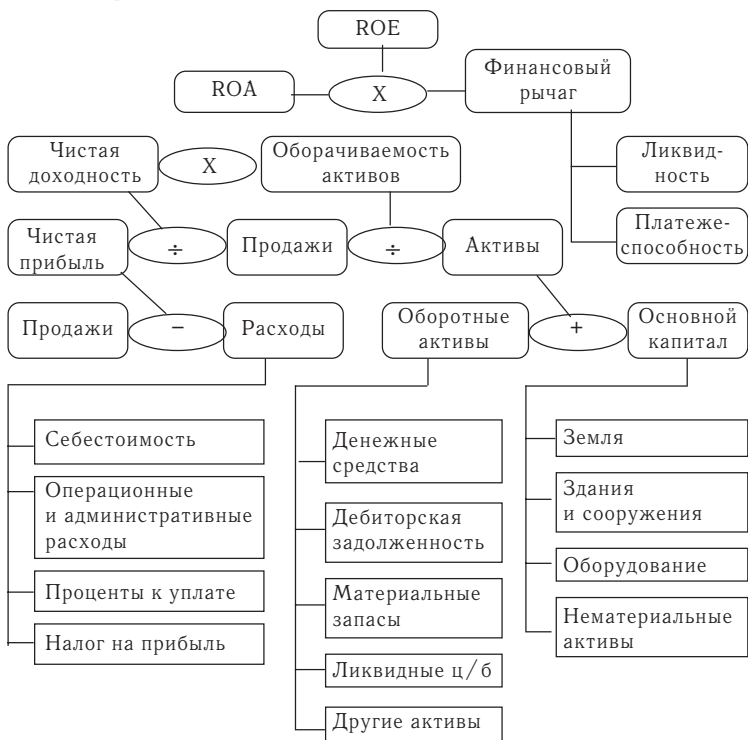


Рис. 1. Взаимосвязь основных компонентов коэффициента ROE

Таким образом, мы учитываем эффективность операционных, финансовых и инвестиционных решений новой команды менеджеров и/или собственников предприятия.

Четыре предприятия

Поскольку всплеск враждебных поглощений произошел в 2000–2005 гг., для анализа выбраны компании, подвергшиеся враждебному поглощению именно в этот период. Для анализа выбраны те из них, информация о фактах поглощения и финансовом состоянии которых наиболее полно освещена в информационных базах данных (таких оказалось четыре).

Перед тем как обратиться к финансовым показателям, рассчитанным на основе отчетности, взятой из базы данных SKRIN, мы представляем краткую характеристику каждого из четырех исследуемых предприятий и описываем ход враждебного поглощения для более полного понимания условий, в которых осуществлялся переход корпоративного контроля от одного собственника к другому. Стоит отметить, что исследуемые предприятия не изменили названия и не были объединены с «захватчиком», произошла только смена контрольного акционера и, как следствие, руководства. Таким образом, мы исключаем «синергетическую» мотивацию поглощения и предполагаем дисциплинарный мотив враждебных поглощений, когда неэффективный менеджмент (владелец) предприятия сменяется эффективным.

ОАО «Фазотрон»

ОАО «Корпорация Фазотрон – Научно-исследовательский институт радиостроения» – ведущий разработчик и производитель радаров и радиолокационных систем управления.

Осенью 2004 г. ООО «Диал-Групп» консолидировало 11,3% акций корпорации и предприняло попытку ввести своих представителей в совет директоров компании. Предположительно целью поглощения являлась не производственная деятельность предприятия, а его имущественный комплекс и земля. С начала 2005 г. ситуация усугубилась – в ход пошли незаконные методы: неизвестными лицами сфальсифицировано три судебных иска по несуществующим сделкам с целью наложения ареста на собственность Корпорации «Фазотрон-НИИР». Для защиты своих интересов ме-

неджмент завода обратился в управление по экономической безопасности Москвы.

На рис. 2 представлен анализ влияния попытки враждебного поглощения предприятия на его финансовые показатели.

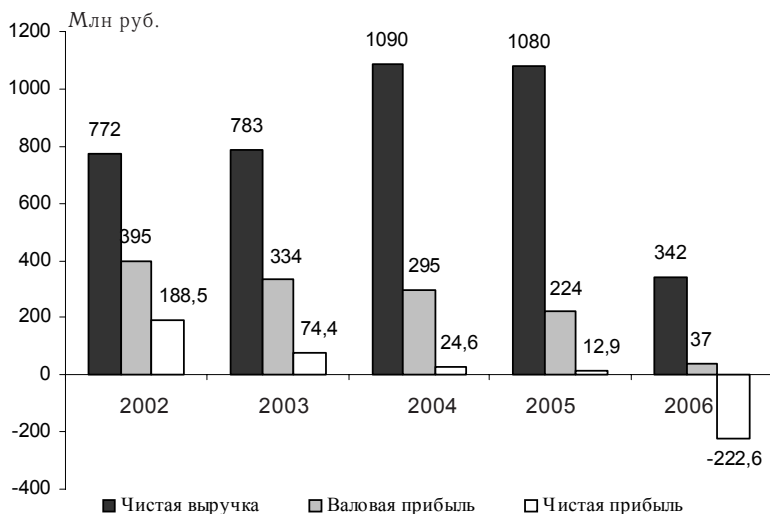


Рис. 2. Динамика выручки и прибыли ОАО «Фазотрон» за III квартал в 2002–2006* гг., млн руб.

Нельзя не заметить постепенного ухудшения финансовых результатов с момента начала атаки на предприятие: при равном объеме проданных товаров (сравнивались объемы выручки за 2004 и 2005 гг.) чистая прибыль падает в два раза. Чистая выручка за третий квартал 2006 г. в три с лишним раза меньше выручки 2005 г. за аналогичный период, а чистая прибыль в 12,9 млн руб., полученная в 2005 г., в 2006 г. сменяется огромным убытком.

В табл. 2 рассчитаны показатели, принятые в методике оценки эффекта поглощения.

Рассчитанные коэффициенты дополняют данные рис. 2. Ухудшение финансового состояния предприятия налицо: снижавшаяся уже до попытки поглощения рентабельность производства стремительно падает, и в 2006 г. производство становится нерентабель-

* Для удобства сравнения взят третий квартал, чтобы рассмотреть результаты попытки поглощения за двухлетний период, так как последний доступный на данный момент отчет представлен за третий квартал 2006 г. Более того, результаты данного периода точнее отражают влияние поглощения, которое началось именно в третьем квартале.

**Динамика финансово-экономических показателей
ОАО «Фазотрон» за октябрь 2002–2006 гг., %**

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006	Изменение*
Рентабельность активов (ROA)	6,36	2,29	0,61	0,27	–	–0,61
Рентабельность собственного капитала (ROE)	70,07	22,0	12,07	2,63	–	–12,07
Рентабельность продукции	51,13	42,68	27,03	20,74	10,9	–16,13
Фондоотдача	551,05	460,0	663,0	319,8	38,9	–624,1
Оборачиваемость активов, раз	0,26	0,24	0,27	0,22	0,06	0,21
Коэффициент финансовой зависимости	11,01	8,61	18,76	9,62	14,42	–4,34
Текущий коэффициент ликвидности	1,06	1,05	1,05	1,43	1,50	0,45

* Изменение показателей в период до поглощения и после.

ным; после 2004 г. произошло резкое снижение фондоотдачи, оборачиваемость активов замедлилась, а показатель ликвидности ухудшился.

ОАО «Патра»

Екатеринбургский пивной завод «Патра» – один из крупнейших на Урале. Весной 2003 г. ОАО «Патра» контролировало около 0,6% пивного рынка страны – примерно столько же, сколько тверской завод «Афанасий» или Останкинский пивзавод.

Официальной датой поглощения можно считать 20 июля 2003 г., когда собранием акционеров «Патры» был переизбран совет директоров компании и директором предприятия назначен представитель компании-покупателя «Альфы». В пресс-релизе компании говорилось, что в «Патре» проведена реструктуризация менеджмента с «целью внедрения современных методов корпоративной организации и управления компании». Однако, как можно видеть из рис. 3 и табл. 3, компании-поглотителю «Альфе» достичь этой цели не удалось.

На примере ОАО «Патра» можно увидеть изменения в эффективности управления компанией, связанные со сменой менеджмента. Группа «Альфа», судя по заявлениям, намеревалась

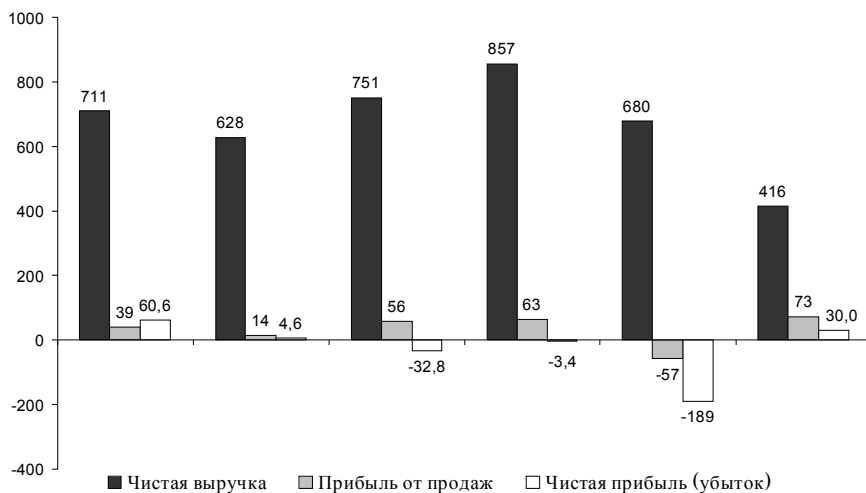


Рис. 3. Динамика изменения выручки и прибыли ОАО «Патра» в 2001–2006 гг., млн руб.

Таблица 3

**Динамика финансово-экономических показателей
ОАО «Патра» в 2001–2005 гг., %**

Показатель	2001	2002	2003	2004	2005	Июль 2006	Изменение*
Рентабельность активов (ROA)	6,9	0,5	–	–	–	3,64	–
Рентабельность собственного капитала (ROE)	11,8	0,85	–	–	–	7,68	–
Рентабельность продукции	5,5	2,25	7,4	7,3	–	17,62	–
Фондоотдача	128,3	76,5	129,87	173,12	149,5	76,85	19,6
Оборачиваемость активов, раз	0,9	0,68	0,82	1,00	1,34	0,53	0,52
Коэффициент финансовой зависимости	0,72	0,65	0,59	0,59	1,08	2,17	0,49
Текущий коэффициент ликвидности	0,87	0,86	0,67	0,71	0,47	0,64	–0,2

* В данном случае мы сравниваем 2003 г. с 2005 г., так как в конце 2005 г. ОАО «Патра» было перепродано группе Heineken.

улучшить управление компанией, однако ей это не удалось: убытки компании увеличились почти в шесть раз: с 32,8 млн руб. в 2003 г. до 188,9 млн руб. в 2005 г., а финансовая зависимость возросла вдвое. Однако стоит отметить улучшение в управлении активами, которое отражается в стабильном увеличении показателя оборачиваемости активов и фондоотдачи. К середине 2005 г. группа «Альфа» прекратила попытки улучшения управления компанией и продала ОАО «Патра» пивоваренной группе Heineken. Последней удалось заметно улучшить финансово-экономические результаты компании менее чем за год: на 26 июля 2006 г. прибыль предприятия составила 29722,7 тыс. руб. По мнению аналитиков, успех ОАО «Патра» связан не только с благоприятной для пивоваренной отрасли конъюнктурой рынка и сезонным увеличением спроса, но и с возможной продажей непрофильных активов. Аккумулировав 100%-ный пакет акций компании, Heineken собирается перерегистрировать ОАО «Патра» в ООО «Патра», после чего «Патра» перестанет быть публичной компанией и не сможет делать заимствования на рынке. Но при этом у завода не останется даже теоретических рисков недружественного поглощения.

ОАО «Кузнечные ферросплавы»

ОАО «Кузнечные ферросплавы» – крупнейшее российское предприятие по производству ферросилиция, важного сплава, применяемого при производстве стали и в химической промышленности. После первоначальной приватизации собственниками завода были предприятия, имеющие непосредственное отношение к его деятельности, – Вентспилский торговый порт, Кузбассоцбанк, фирма «Ньювента», а также менеджмент предприятия. В 2000 г. контроль над «Кузнечными ферросплавами» получила МДМ-группа, консолидировавшая 56% акций. Процедура скупки акций холдингом вызвала скандал и судебные процессы. В июле 2000 г. один из членов совета директоров «Кузнечных ферросплавов» письменным опросом акционеров уволил прежнюю команду менеджеров и назначил свою, согласованную с группой МДМ, а в ноябре было проведено собрание акционеров, на котором из 3000 акционеров присутствовали только 6 человек. Они и избрали в совет директоров предприятия исключительно кандидатов компании-поглотителя группы МДМ. В январе 2002 г. собрание акционеров, проведенное с нарушениями (оно проходило одновременно по двум адресам, причем акционеры, явившись по указанным адресам, не заставляли там никакого собрания), приняло решение о дополнительной эмиссии, результатом которой стало размывание доли миноритариев. Ниже наглядно представлены (рис. 4 и табл. 4) те изменения, которые произошли с заводом после смены собственника.

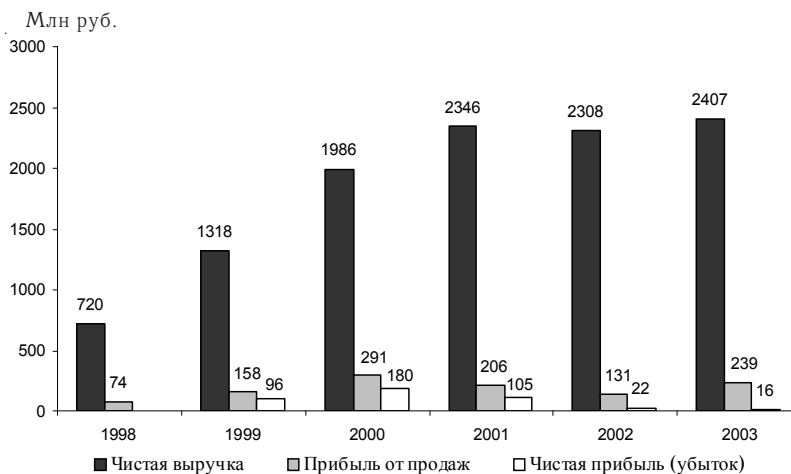


Рис. 4. Динамика изменения выручки и прибыли ОАО «Кузнецкие ферросплавы» в 1998–2003 гг., млн руб.

Таблица 4

**Динамика финансово-экономических показателей
ОАО «Кузнецкие ферросплавы», %**

Показатель	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Изменение*
Рентабельность активов (ROA)	–	12,98	19,29	7,93	1,47	1,08	–18,21
Рентабельность собственного капитала (ROE)	–	18,75	30,72	14,95	2,90	2,07	–28,65
Рентабельность продукции	10,33	12,00	14,64	9,64	5,67	9,92	–4,72
Фондоотдача	339,8	356,5	496,31	569,59	476,53	444,48	–51,83
Оборачиваемость активов, раз	1,56	1,79	2,13	1,77	1,56	1,61	–0,52
Коэффициент финансовой зависимости	0,87	0,51	0,65	1,88	1,97	1,93	1,28
Текущий коэффициент ликвидности	1,25	1,43	1,41	1,31	1,28	1,31	–0,1

* Мы сравниваем финансовые результаты 2000 г., когда произошло поглощение, с показателями 2003 г., когда часть акций «Кузнецких ферросплавов» перепродали Челябинскому электрометаллургическому комбинату.

Начиная с 2000 г., когда МДМ-группа поглотила «Кузнецкие ферросплавы», завод имел стабильный уровень продаж. Однако за три последующих года размеры валовой и чистой прибыли претерпели значительные негативные изменения. Так, объем чистой прибыли снизился в 10 раз, что повлияло на рентабельность производства: прибыльность активов (ROA) снизилась в 17,8 раз, а прибыльность собственного капитала (ROE) – в 14,8 раз. 2000 г. стал переломным и в динамике показателя рентабельности продукции, который с 1999 г. постепенно повышался, а затем снизился: с 14,6% в 2000 г. до 5,6% в 2002 г. Эффективность использования активов и внеоборотного капитала ухудшилась, что отразило показатели фондоотдачи и оборачиваемости активов. Обращает на себя внимание сильно возросшая зависимость компании от привлекаемых кредитов: коэффициент финансовой зависимости увеличился за 3 года втрое, в результате имущество завода практически полностью заложено.

ОАО «ТКЗ “Красный котельщик”»

ОАО «Таганрогский котлостроительный завод “Красный котельщик”» – одна из крупнейших котлостроительных компаний на энергетических рынках в России, странах СНГ и мире, выпускает энергетическое оборудование для электростанций. Для рентабельной работы «Красного котельщика» из общего объема производства не менее 30% должно приходиться на новые объекты, идеальный же вариант – 60%, как в советские времена. Сейчас заказы заводу на новое оборудование поступают только из-за рубежа. Компания поставяет оборудование на европейские и азиатские рынки: в Германию, Индию, Китай, Иран, Ирак, Турцию.

Повышенный интерес к заводу «Красный котельщик» различной структуры начали проявлять в 2000 г.: с 2001 по 2003 гг. попытки поглощения предпринимались ОАО «Северсталь», ИК «Атон», ОАО «Альфа-групп», Таганрогским металлургическим заводом. В 2003 г. МИКГ «Сигма» скупила 27% пакетов акций. 7 апреля 2003 г. состоялось собрание акционеров «Красного котельщика», в котором миноритарий «Сигмы» не смог принять участия, так как приобрел пакет акций «Красного котельщика» уже после закрытия реестра собрания. Но в день собрания судебные приставы начали арест имущества завода по иску «Сигмы», требующей погасить векселя на 5 млн дол. На «Красном котельщике» появились судебные приставы, которые начали арест имущества завода, сырья и готовой продукции. В конце апреля неожиданно меняют генерального директора завода. Переговоры по сделке о продаже контрольного пакета акций менеджментом компании группе «Сигма» заходят в тупик. 2 июня 2003 г. на внеочередном собрании акционеров «Красного котельщика», инициированном

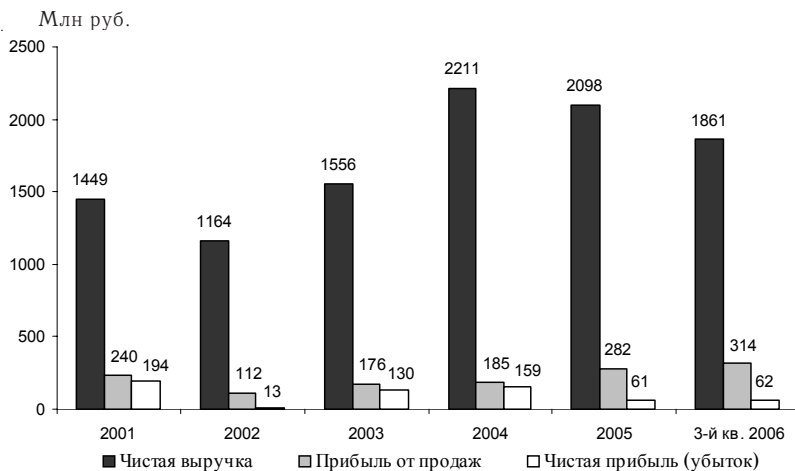


Рис. 5. Динамика изменения выручки и прибыли ОАО «Красный котельщик» в 2001–2006 гг., млн руб.

Таблица 5

**Динамика финансово-экономических показателей
ОАО «Красный котельщик» в 2001–2006 гг., %**

Показатель	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Изменение*
Рентабельность активов (ROA)	13,73	0,82	7,22	7,08	1,78	1,66	-5,56
Рентабельность собственного капитала (ROE)	20,01	1,27	11,78	12,98	4,77	4,70	-7,08
Рентабельность продукции	16,57	9,64	11,28	8,37	13,42	16,88	5,60
Фондоотдача	252,9	189,6	247,3	383,2	202,6	332,7	85,4
Оборачиваемость активов, раз	1,03	0,74	0,87	0,99	0,69	0,50	-0,37
Коэффициент финансовой зависимости	0,43	0,67	0,74	1,10	1,77	2,03	1,29
Текущий коэффициент ликвидности	2,03	1,53	1,57	2,17	1,08	1,37	-0,20

* Сравниваются показатели 2003 г. с показателями 2006 г.

группой «Сигма», сформирован альтернативный совет директоров, который объявил гендиректора «Красного котельщика» нелегитимным.

Классическая война акционеров, сопровождавшаяся многочисленными исками, завершилась победой компании-поглотителя, благодаря расколу в стане менеджеров предприятия – часть из них поддержала «Сигму», а также поддержке трудового коллектива, которому обещали 15%-ное повышение зарплаты. 16 июня 2003 г. корпоративный контроль над предприятием перешел от менеджеров компании к ИК «Сигма». Финансовые результаты поглощения представлены на рис. 5 и табл. 5.

После поглощения менеджменту компании удалось значительно увеличить объем продаж и, как результат, прибыль завода. Сильно возросший объем продаж 2004 г., в частности, связан с получением тендера на поставку оборудования во Вьетнам (стоимостью 200 млн дол. со сроком исполнения три года). Несмотря на положительный тренд финансово-экономических показателей 2004–2006 гг., показатели рентабельности после 2003 г. начали снижаться: коэффициент ROA уменьшился в 4,3 раза, а показатель ROE – в 2,5. В частности, это связано с уменьшением чистой прибыли в результате увеличения суммы процентов к уплате за пользование кредитами и неэффективным использованием финансового рычага: финансовая зависимость возросла почти втрое, а текущий коэффициент ликвидности снизился на 0,34 пункта. Тем не менее повышение рентабельности продаж (на 5,6%) свидетельствует об улучшении организации производственных потоков и ресурсов.

Проведенный анализ обнаружил общие тенденции в финансовом развитии предприятий, подвергшихся враждебному поглощению: показатели рентабельности всех рассмотренных предприятий значительно снизились, а финансовая зависимость увеличилась после поглощения. Графическое отображение финансово-экономических показателей – это либо пирамидальная картина (особенно, если обратить внимание на показатель чистой прибыли, где вершиной пирамиды является год, в котором произошло враждебное поглощение), либо наклонная прямая, когда прибыли постепенно превращаются в убытки, как в случаях с ОАО «Фазотрон» и ОАО «Патра». Ухудшение финансового состояния трех из четырех проанализированных предприятий позволяет

² Такая ситуация наблюдалась и на ОАО «Фазотрон».

сделать вывод, что враждебные поглощения не играют дисциплинарной роли на корпоративном рынке РФ, и даже наоборот – снижают эффективность работы предприятий.

Чем дольше ведется борьба за акции предприятия, тем губительнее воздействие враждебного поглощения на его финансовое состояние и деятельность². И не только потому, что менеджеры, зачастую являясь собственниками предприятия, отвлекаются от основных своих функций и, главным образом, защищают собственные активы, но также из-за действий компании-рейдера, которая иногда напрямую блокирует нормальную работу поглощаемой компании судебными преследованиями и арестами активов или акций. Судебные разбирательства, инициированные миноритарными акционерами, махинации с реестром акционеров, созыв внеочередных собраний акционеров и создание параллельных органов управления – те инструменты, что применяются при осуществлении враждебных поглощений в корпоративном секторе РФ.

Отрицательное влияние враждебных поглощений на финансовое состояние предприятий в РФ обусловлено несовершенством правовых механизмов.

«ЭКО»-информ

Среднемесячная заработная плата в регионах
Сибирского федерального округа

Регион	Всего, руб.
Республика Алтай	8319
Республика Бурятия	10368
Республика Тыва	9746
Республика Хакасия	10287
Алтайский край	6983
Красноярский край	13641
Иркутская область	12350
В том числе Усть-Ордынский Бурятский АО	7105
Кемеровская область	11362
Новосибирская область	10795
Омская область	9994
Томская область	12744
Читинская область	10765
В том числе Агинский Бурятский АО	7756
