Антонюк Алексей Владимирович. Совершенствование механизма реструктуризации компаний с использованием инструментов фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2005 160 с. РГБ ОД, 61:06-8/221

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ИССЛЕДОВАНИЕ ТЕОРИИ И ПРАКТИКИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ КОМПАНИЙ 12

1.1. Анализ финансовой сущности процесса реструктуризации компаний 12

1.2. Разработка финансового критерия реструктуризации компании 28

1.3. Исследование механизма многоуровневой реструктуризации компании 43

ГЛАВА 2: РАЗРАБОТКА МЕХАНИЗМА РЕСТУКТУРИЗАЦИИ КОМПАНИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ФОНДОВОГО РЫНКА 59

2.1. Уточнение состава финансовых элементов механизма реструктуризации компании 59

2.2. Финансовое обоснование варианта реструктуризации компании... 73

2.3. Финансово-экономический анализ эффективности механизма реструктуризации компании 87

ГЛАВА 3. РЕАЛИЗАЦИЯ МЕХАНИЗМА РЕСТУКТУРИЗАЦИИ КОМПАНИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА 97

3.1. Классификация инструментов фондового рынка, используемых для реструктуризации компаний 97

3.2. Повышение финансовой эффективности механизма реструктуризации 112

3.3. Обеспечение финансирования реструктуризации компании 126

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 142

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 148

**Введение к работе**

Актуальность темы диссертационного исследования

Проблема использования инструментов фондового рынка для проведения реструктуризации компаний актуальна в настоящее время по нескольким причинам. Количество сделок по реструктуризации компаний во всем мире растет с каждым годом. Экзогенные и эндогенные факторы вынуждают компании изменять свою структуру для более; эффективного использования ресурсов и дальнейшего развития. Однако, несмотря на стремительно растущие объемы сделок подобного рода, исследования результатов деятельности вновь образованных организаций показывают, что:

' 61% слияний не окупает вложенных в них средств1;

57% объединившихся компаний отстают в своем развитии от других субъектов данного рынка и вновь разделяются на самостоятельные корпоративные единицы2;

менее 20% объединившихся компаний достигают желаемых финансовых или стратегических целей ;

53% крупнейших слияний и поглощений приводят к снижению акционерной стоимости компании, 30% - практически на нее не влияют, и только 17% - ее создают ;

как правило, поглощения не создают добавочную стоимость для собственников поглощающей компании5.

При проведении реструктуризации компаний часто требуются гарантии реализации сделок. Одним из самых распространенных в настоящее время

1 Mergers & Acquisitions Journal, 1998 г.

2 PriceWaterhouse, исследование 300 слияний за 1987-1997 г.

3 Marks, Mirvis, исследование 50 интеграционных процессов, 1982-1997 гг.  
4Zweig, 1995 г.

5 Слияния и поглощения: западный опыт и актуальность вопроса для PoccHH.//

механизмов гарантирования является выпуск производных ценных бумаг, которые предоставляют их владельцу первоочередное право осуществления сделки. Существование различных опционов, фьючерсов является в условиях действующего фондового рынка инструментом подтверждения намерений участников сделки и их эффективной реализации.

Инструменты фондового рынка позволяют достичь не только юридической, но и экономической чистоты сделки, так как наличие листинга и котировок дает возможность практически в режиме реального времени оценивать стоимость приобретаемого имущества. В результате сделка становится экономически эффективной для всех ее сторон. В частности, при изменении цены сделки более чем на заранее запланированное значение одна из сторон может отказаться от реализации своих прав, а другая сторона имеет возможность заключения аналогичной сделки с третьими лицами.

При реализации сделок реструктуризации компаний, в случае обмена ценных бумаг участвующих в сделке компаний на бумаги нового хозяйствующего субъекта, который образуется в результате сделки, у миноритарных акционеров есть возможность оспорить результаты этой сделки в судебном порядке и получить свои средства на основе обоснованной стоимости активов.

Ценные бумаги в настоящее время являются одним из самых легитимных документов, подтверждающих права собственности на хозяйствующие субъекты. Их использование для передачи этих прав - наиболее простой с точки зрения оформления способ. Рост числа депозитариев в России позволяет снизить транзакционные издержки на процедуру оформления и повысить привлекательность купли-продажи фондовых инструментов.

Финансовые институты получают возможность долевого участия в экономике, диверсифицируя свои инвестиционные портфели и повышая ликвидность рынка, путем осуществления текущих сделок по купле-продаже

ценных бумаг, повышая таким образом не только инвестиционную привлекательность торгуемых компаний, но и рынка в целом.

В этой связи финансово-экономический анализ механизма использования инструментов фондового рынка при реализации сделок по реструктуризации компаний является важной задачей, направленной на повышение прозрачности рынка и культуры экономических отношений. Все вышеизложенное доказывает актуальность темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы

Теоретической и методологической основой исследования явились теории построения корпоративных структур, модели функционирования корпораций, рассмотренные в трудах ведущих отечественных ученых Астаповича А.З., Бандурина А.В., Белоус Т.Я., Беляевой И.Ю., Винслава Ю.Б., Глазьева С.Ю., Дементьева В.Е., Жаркова В.В., Железовой В.Ф., Львова Д.С., Нуховича Э.С, Пановой Г.С., Полуниной Г.В., Смитиенко Б.М., Чибрикова Г.Г., Эскиндарова М.А., Юданова А.Ю., Юданова Ю.И. В работе также использованы научные положения, предложенные зарубежными авторами: Вочтелом Г., Дэниэлсом Д., Кароссо В.П., Котц Д., Макмилланом Ч., Прасом С, Пебро М., Радебой Л., Соросом Дж., Флекснером К. Ф. - раскрывающие закономерности развития рыночной экономики, основы функционирования корпоративных структур и фондового рынка, их место и роль в рыночной экономике.

Анализ деятельности российских и зарубежных компаний проводился на основе первичного фактического материала, документов Ассоциации финансово-промышленных групп России и технико-экономической информации, представленной в составе организационных проектов компаний, периодической печати, материалов научных конференций, открытых материалов российских корпоративных структур, а также в трудах российских и иностранных экономистов и практиков, в частности Асламазова И.Г., Бикмаева Э.В., Бродского Г.М., Грушиной СР., Дворецкой А.Е., Калтырина

A.B., Кривошеева Г.А., Леоновой Т.Н., Остапенко В.В., Петрова Ю.А., Сергеева Л.В., Сибиревой Н.В., Стародубровской И.В., Цветкова В.А.

Исследованию проблем корпоративной структуры и сделок по реструктуризации посвящены работы таких видных отечественных ученых как Львова Д. С, Клейнера Г. Б., Дементьева В. Е., Якутина Ю. В., Горбунова А. Р. и др. Следует отметить, что многие из этих публикаций посвящены рассмотрению проблем финансового обеспечения сделок по реструктуризации и не содержат новые механизмы реструктуризации с использованием инструментов фондового рынка.

Гипотеза исследования

Гипотезой диссертационного исследования является предположение о том, что реструктуризация компаний с использованием инструментов фондового рынка в настоящее время - это наиболее эффективный способ повышения финансовой обоснованности принимаемых решений и экономической стабильности функционирования участников рынка.

Цель и задачи диссертации

Целью диссертационного исследования является решение научной задачи по разработке инструментария повышения эффективности механизма реструктуризации компаний за счет использования инструментов фондового рынка на всех этапах осуществления сделок по реструктуризации. В соответствии с поставленной целью в диссертации сформулированы следующие задачи:

1. На основе исследования научных подходов к реструктуризации компаний выявить финансовую сущность основных видов реструктуризации и определить необходимый уровень использования финансовых инструментов при проведении реструктуризации.
2. Исследовать основные признаки и финансовые показатели, на основании которых может быть принято решение о реструктуризации и

проведена оценка обоснованности выбора конкретного варианта реструктуризации компании.

1. Сформировать основные принципы реализации и элементы механизма реструктуризации компаний, выявить те его элементы, в которых могут применяться инструменты фондового рынка.
2. Разработать методику оценки эффективности структуры компании для целей комплексного анализа реструктуризации, а также методику оценки эффективности процесса реструктуризации.

5. Сформулировать направления совершенствования механизма  
реструктуризации с использованием инструментов фондового рынка и оценить  
результаты с помощью разработанных методик.

6. Обосновать стратегические цели совершенствования механизма  
реструктуризации компаний в России на основе зарубежного опыта  
использования инструментов фондового рынка.

Объект и предмет исследования

Объектом диссертационного исследования является механизм реструктуризации компании как совокупность финансово-экономических расчетов, принятия решений по направлениям финансирования, а также изменения структуры компании.

Предметом исследования являются направления совершенствования механизма реструктуризации компаний, основанные на использовании инструментов фондового рынка.

Теоретическая основа исследования

Теоретической и методической основой диссертации стали законодательные акты в части, регулирующей деятельность отечественных компаний, материалы Госкомстата России, работы отечественных и зарубежных экономистов по проблемам реструктуризации. При проведении

исследования автор опирался на законы, закономерности и категориальный аппарат экономической науки.

Нормативно-правовой базой диссертационного исследования стали официальные документы различных государственных органов, отражающие и регламентирующие основные аспекты построения, функционирования и организации работы финансовых систем, а также документы, регламентирующие деятельность сложных производственных комплексов в экономике.

Особое внимание автор уделил анализу результатов научно-исследовательских и аналитических работ специализированных организаций по деятельности компаний на фондовом рынке, таких как Институт экономики переходного периода (ИЭПП), Центральный экономико-математический институт (ЦЭМИ), Российская академия корпоративного управления, Всероссийский научно-технический информационный центр (ВНТИЦ).

Методологической. основой диссертационного исследования стали положения системного анализа, использующего функционально-стоимостный и экономико-статистический методы, а также метод экспертных оценок, сравнительный и социометрический методы. В процессе исследования использовались положения ведущих теоретических школ современной экономики, финансов и маркетинга, а также исследования, связанные с теорией финансового менеджмента.

Научная новизна и положения, выносимые на защиту

Научная новизна диссертационного исследования состоит в том, что на основе анализа отечественного и зарубежного опыта осуществления сделок по реструктуризации компаний в диссертации разработаны основные направления повышения эффективности таких сделок с использованием инструментов фондового рынка. В результате проведенных исследований в работе получены следующие результаты, имеющие научную новизну:

1. На основе анализа финансовой сущности реструктуризации компаний  
выявлены основные параметры реструктуризации и сформулирована система  
финансовых показателей механизма реструктуризации компаний, к которым  
относятся общая стоимость компании, общая платежеспособность,  
интегральная и взвешенная рентабельность активов, финансовая прозрачность,  
транзакционные издержки до и после реструктуризации компании. В  
частности, в работе показано, что наиболее важными составляющими  
финансовой сущности реструктуризации являются: структура финансовых  
потоков; использование инструментов фондового рынка; финансовые  
последствия реструктуризации; стоимость сделки.

1. В результате комплексного исследования финансовой сущности реструктуризации компаний разработан финансовый критерий реструктуризации. В работе показано, что в рамках финансового критерия существует набор количественных и качественных признаков, на основании которых может быть принято решение о реструктуризации. компании и об использовании конкретных инструментов фондового рынка. В частности, к этим признакам относятся: усиление конкуренции и снижение доли рынка, ухудшение финансовых результатов, снижение взвешенной рентабельности, изменение стоимости компании.
2. Разработана система показателей для финансового обоснования варианта реструктуризации, на основании которой выбирается конкретный вариант и определяется порядок движения инструментов фондового рынка, которые являются носителями финансовой эффективности реструктуризации. В диссертации показано, что к этим показателям относятся: финансовый эффект от реструктуризации; совокупный дисконтированный доход компании в течение следующих 5-ти лет; снижение транзакционных издержек компании; повышение управляемости; стоимость сделки по реструктуризации; длительность сделки по реструктуризации.

4. Предложен алгоритм финансово-экономического анализа  
эффективности механизма реструктуризации компании, учитывающий  
особенности использования инструментов фондового рынка и позволяющий  
проводить сравнительный анализ эффективности механизма с использованием  
инструментов фондового рынка и без их использования, что позволяет  
целенаправленно совершенствовать механизм реструктуризации.

5. Сформулированы предложения по повышению финансовой  
эффективности механизма реструктуризации компаний с использованием  
инструментов фондового рынка. В частности, автором доказано, что  
совершенствование механизма реструктуризации возможно за счет  
использования инструментов фондового рынка для подтверждения  
обязательств по договорам реструктуризации. Например, в сделках по  
преобразованию компании целесообразно использовать акции и облигации, в  
сделках по разделению - акции и опционы, по выделению - облигации, акции,  
векселя. Это позволяет сократить текущие издержки, повысить прозрачность, а .- v  
также уменьшить время реструктуризации.

Практическая значимость работы обеспечивается возможностью масштабного применения результатов исследования во многих' отраслях экономики страны. Использование разработанных принципов, моделей и методик, удовлетворяющих запросам многих отечественных компаний и их объединений, позволит повысить эффективность не только системы управления дочерними компаниями, но и общую эффективность их деятельности.

Полученные результаты могут быть использованы при разработке рекомендаций по изменению и адаптации систем управления взаимодействием для промышленных и коммерческих компаний и их объединений, а также при создании автоматизированных систем управления, что подтверждено полученными актами о внедрении результатов исследования.

Апробация работы

Основные положения диссертации прошли следующую практическую апробацию:

в рамках реализации стратегии реструктуризации разработана программа привлечения ресурсов для ООО "Тратта-инвест" (имеется справка о внедрении);

проведен финансово-экономический анализ целесообразности разделения компании на несколько юридических лиц для ЗАО Тазэнергопромбанк" (имеется справка о внедрении);

проведена финансовая оценка активов в процессе подготовки сделки по поглощению компании для ОАО "Мобильные ТелеСистемы";

использованы' при подготовке учебно-методических материалов, а также при чтении учебных курсов "Финансы и кредит", "Финансовый менеджмент" в Московской финансово-промышленной академии.

Структура диссертации и публикации

Диссертационная работа изложена на 160 страницах печатного текста, включает 26 таблиц, 21 рисунок и состоит из оглавления, введения} трех глав, заключения и списка использованных источников, в котором указаны 138 наименований. Основные положения диссертационной работы опубликованы в 4-х печатных работах общим объемом более 2-х печатных листов.

## Анализ финансовой сущности процесса реструктуризации компаний

В связи с развитием экономики, появлением большого количества хозяйствующих субъектов, усилением конкуренции каждая- компания находится в постоянном поиске резервов роста эффективности. При этом используются различные инструменты, среди которых одним из наиболее часто используемых является реструктуризация. При этом финансовая сущность реструктуризации, как правило, рассматривалась недостаточно подробно. Мы считаем целесообразным остановиться именно на финансовой сущности реструктуризации компаний; однако для этого необходимо более четко определить сам термин "реструктуризация". Как показал проведенный автором анализ публикаций, свою трактовку понятия "реструктуризация" давали.- различные исследователи.

Согласно мнению А. Евсеева6, к реструктуризации относят любые изменения в производстве, структуре капитала или собственности, не являющиеся частью повседневного делового цикла компании. Также реструктуризация определяется как процесс внедрения структурных изменений в производственную деятельность компании для сохранения или увеличения прибыльности под давлением изменяющихся внешних экономических условий7.

Коноков Д. и Рожков К. определяют реструктуризацию как "изменение. технологической, производственной, общехозяйственной и организационной структур, а также балансах целью сохранения или расширения рынков сбыта, доходов и капитала" . Аистова М. предлагает такой вариант: реструктуризация - это радикальное изменение структуры хозяйственной организации (активов, собственности, финансов, управления, кадров и др.), которое осуществляется при значительных изменениях условий внешней среды: экономических, политико-правовых, технологических, социально-культурных, экологических9. Также под реструктуризацией понимают процесс, связанный с изменением стратегических концепций и принципиально важных стратегических факторов деятельности .

Чешский экономист Л. Водачек11 предлагает расширить толкование реструктуризации с преобразований на уровне компании и частных изменений некоторых составляющих ее деятельности до определения реструктуризации как комплексных и взаимосвязанных изменений структур, обеспечивающих функционирование компании в целом. Схожее мнение имеют: авторы, предлагающие рассматривать реструктуризацию как комплекс двух составляющих: реформирования промышленности и внутренней реструктуризации компаний , либо анализировать этот процесс отдельно на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях13. На макроуровне говорится о создании многоукладной экономики с разными видами собственности, а на микроуровне - о качественных изменениях в управленческой системе компании: ее организационной и производственной структур с целью овладения новыми экономическими методами управления.

## Уточнение состава финансовых элементов механизма реструктуризации компании

Как было показано в первой главе, под реструктуризацией следует понимать кардинальное комплексное преобразование целей и направления развития компании, ее стратегии и организационного построения. То есть, реструктуризация предполагает изменение нормативной и стратегической подсистем с целью совершенствования компании, ее адаптации к значительно изменившимся условиям окружающей среды. То есть, содержанием процесса реструктуризации будет совершенствование норм, ценностей, культуры и политики компании,, оптимизация ее стратегических составляющих: организационного построения, систем управления, программ развития и способов решения , проблем. Реструктуризация представляет собой долгий и сложный процесс, требующий жесткого лидерства и руководства, интенсивного участия всех сотрудников, зачастую болезненных структурных перемен. Результатом проведения реструктуризации должны явиться кардинальные улучшения в областях качества, производительности, продукции и управления компаниями.

Однако реструктуризация не проводится сама по себе или ради самой себя. Как правило, для реструктуризации существуют различные причины и цели, которые могут быть достигнуты в результате ее проведения. Анализируя работы различных авторов5 , можно выделить следующие предпосылки для проведения реструктуризации:

быстрый рост компании, когда старая организация уже не справляется с возникающими новыми задачами и проблемами;

революционные технологические изменения в сфере деятельности компании;

слияние с другой компанией, влекущее за собой взаимопроникновение разных культур, норм, правил, ценностей, стратегий и других организационных составляющих;

кризисное положение компании;

появление признаков, свидетельствующих о приближающихся трудностях.

Такими признаками, к примеру, могут являться низкая мораль сотрудников, большая текучесть кадров, чрезмерные по отношению к конкурентам издержки производства, постоянное уменьшение прибыли, слабое взаимодействие между подразделениями компании, выражающееся; в нехватке необходимой для эффективной деятельности информации. Исходя из вышеизложенных причин, правомочно выделить следующие цели реструктуризации:

1. Бизнес-переориентация компании, предразумевающая коренные преобразования, влекущие за собой изменение профиля деятельности компании, выпуск новой продукции для других рынков, продажу части активов и т. д.

## Классификация инструментов фондового рынка, используемых для реструктуризации компаний

В свою очередь, рост инвестиционного спроса привел к заметному увеличению производства в машиностроении и промышленности строительных материалов. Традиционно, наибольшую долю в объеме промышленной продукции, а также наиболее высокие темпы роста демонстрировала топливная промышленность, прежде всего нефтедобывающая. Однако в настоящий момент данная тенденция несколько изменилась в пользу легкой промышленности, машиностроения и металлообработки. Так, по данным Госкомстата РФ, в 2000 г. индекс промышленного производства в легкой промышленности составил 122%, а в машиностроении и металлообработке — 115,5% против 105% в топливной промышленности.

Данные результаты стали следствием активизации инвестиционной деятельности в компаниях реального сектора экономики за счет ранее накопленных финансовых ресурсов, а также за счет внебюджетных фондов и иностранными инвесторами (табл. 11) в условиях стабилизации социально-политической и экономической ситуации в России и активизации действий Правительства РФ по улучшению инвестиционного и предпринимательского климата.

Тем не менее, несмотря на некоторые позитивные изменения за последние годы, по-прежнему сохраняется существенный разрыв между отраслями, ориентированными на экспорт, и отраслями, ориентированными на внутренний рынок. У первых образуется своего рода избыток финансовых ресурсов, вторые же, более многочисленные, испытывают его недостаток.

Кроме того, наблюдающийся в последние годы рост промышленного производства явно недостаточен для преодоления негативных последствий спада производства в начале 1990-х гг. По данным Госкомстата России, в период с 1990-го по 1995 гг. ВВП России сократился почти на 40%, а промышленное производство более, чем на 80%. При этом наибольшее сокращение доли в общем объеме промышленной продукции пришлось на машиностроение — с 28% до 16% .