Щербакова Ольга Николаевна. Реструктуризация компании с целью увеличения ее стоимости : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 223 c. РГБ ОД, 61:03-8/3178-X

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Стоимостные аспекты реструктуризации компании в современных условиях рыночной экономики. 9

1.1 Особенности компании как объекта реструктуризации . 9

1.2 Необходимость и возможность использования стоимостной характеристики компании в процессе ее реструктуризации 17

1.3 Реструктуризация как процесс, изменяющий стоимость компании 33

Глава 2. Анализ применения финансово — экономических методов реструктуризации для увеличения стоимости компании 50

2.1 Специфика существующих методов реструктуризации, используемых в отечественной и зарубежной практике 50

2.2 Методы реструктуризации элементов, формирующих имущественный комплекс компании 68

2.3 Методы, используемые при реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании 93

Глава 3 Основные направления совершенствования механизма реструктуризации, приводящие к увеличению стоимости компании и оценка достигнутого результата... 134

3.1 Выбор методов реструктуризации, увеличивающих стоимость компании. .134

3.2 Разработка методики оценки в процессе реструктуризации компании.141

3.3 Применение механизма реструктуризации, приводящего к увеличению стоимости российских промышленных компаний 154

Заключение 164

Список используемой литературы 175

**Введение к работе**

Становление рыночной экономики в Российской Федерации в конце XX - начале XXI века происходит в период усиления процессов

*f*глобализации и высокой динамичности финансово- экономической среды.

В этих условиях стираются экономические, технологические, информационные и др. барьеры, усиливается взаимосвязь между

г странами, формируется единое экономическое пространство. Основным

критерием успешного развития компаний становится стоимость, а ее повышение — главной задачей, требующей своевременного решения.

*t*Изменение внешней среды заставляет компании приспосабливаться

к новой действительности путем осуществления преобразований, составляющих суть процесса реструктуризации, и приводящих к повышению финансовой устойчивости, конкурентоспособности и, в итоге, стоимости и инвестиционной привлекательности.

I Вместе с тем, в России реструктуризация зачастую связана с

преодолением кризисной ситуации и предотвращением банкротства, и, следовательно, носит, в основном, организационно- управленческий характер. Данный подход к реструктуризации получил широкое отражение в научных исследованиях российских авторов. Однако, проведение структурных изменении с точки зрения управленческого

$ аспекта не позволяет полностью задействовать весь комплекс финансово-

экономических методов и, следовательно, добиться ожидаемого . результата в части увеличения стоимости компаний.

Вышесказанное определяет направление данного исследования, связанное с обоснованием механизма выбора финансово - экономических

i> методов реструктуризации компании, направленных на повышение ее

стоимости и разработкой методики оценки компании в процессе ее реструктуризации.

Степень разработанности проблемы

Исследованиями в области реструктуризации занимаются многие российские и зарубежные ученые и специалисты - практики. К числу отечественных исследований относятся работы Аистовой М.Д., Белых Л.П., Беляева *СТ.,*Валдайцева СВ., Зубаревой В.Д., Мазура И.И., Рутгайзера В.М., Таля Т.К., Уткина Э.А., Федотовой М.А., Шапиро В.Д. Среди зарубежных специалистов необходимо выделить: Бригхема Ю., Ван Хорна Дж., Гапенски Л., Гилсона Ст., Дамодарана А., Коупленда Т., Коллера Т., Майерса С, Муррина Дж., Раппапорта А., Стюарта Ж. Авторы раскрывают основные принципы процесса реструктуризации, выделяют методы реструктуризации, указывают на возможность использования оценки в процессе реструктуризации.

Несомненно, что данные научные труды вносят значительный вклад в исследуемую область. Однако, большинство авторов основное внимание уделяют организационно - управленческим аспектам процесса реструктуризации, при этом, ограниченно представлены исследования, посвященные комплексному ' анализу указанной проблемы и рассматривающие во взаимосвязи вопросы выбора методов реструктуризации и разработки стоимостного индикативного инструмента, позволяющего фиксировать изменение стоимости реструктуризируемого объекта.

Существующий методический аппарат не дает возможности правильно сделать выбор метода реструктуризации, обеспечивающего наибольшее увеличение стоимости компании. Остается неразрешенной проблема конкретизации методов реструктуризации и оценки в процессе

реструктуризации. Требуется практическое преломление западного опыта с учетом российской специфики.

Таким образом, актуальность, недостаточная теоретическая и практическая разработанность проблемы обусловили выбор темы, цели и задач исследования.

**Цель и задачи исследования**

Цель диссертации заключается в разработке механизма выбора финансово - экономических методов реструктуризации компании, направленных на повышение ее стоимости и методики оценки достигнутого результата.

Для достижения намеченной цели в работе поставлены следующие задачи:

1. уточнить понятие компании с учетом взаимосвязи элементов, формирующих имущественный комплекс компании и ее бизнес -систему;
2. рассмотреть реструктуризацию как процесс, влияющий на стоимость компании;
3. проанализировать методы реструктуризации по двум уровням: на уровне элементов, формирующих имущественный комплекс компании и элементов, формирующих бизнес компании;
4. обосновать механизм выбора метода реструктуризации, приводящего к наиболее существенному увеличению стоимости компании;
5. разработать методику оценки стоимости компании в процессе ее реструктуризации.

**Предметом исследования**является реструктуризация как процесс, изменяющий стоимость компании, путем воздействия на элементы, формирующие ее имущественный комплекс и бизнес —" систему.

Объектом исследования являются действующие промышленные компании, расположенные в различных регионах РФ.

**Методологические и теоретические основы исследования**

Концептуальной основой настоящего исследования служат теории формирования стоимости компании, методологические разработки в области финансового менеджмента, исследования в области управления финансовыми потоками компании, методики реструктуризации и оценки, получившие практическую применимость на российском и западном рынке консалтинговых услуг.

В ходе исследования использовались различные общие методы научного познания: методы эмпирического исследования (наблюдение, сравнение, измерение), абстрагирование, анализ, синтез, индукция и дедукция, моделирование. Ряд выводов и заключений в диссертации базируется на специальных методах: методе экспертных оценок, методе статистических группировок, экономико- математических методах.

Исследование проведено в рамках п. 7.4 паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Научная новизна**исследования заключается в разработке теоретических и практических положений выбора методов реструктуризации, увеличивающих стоимость компании, что фиксируется с помощью оценочных технологий.

В частности, в диссертации:

раскрыто понятие компании как совокупности взаимосвязанных элементов, формирующих ее как имущественный комплекс и бизнес- систему;

уточнено содержание реструктуризации как процесса, влияющего на стоимость компании путем воздействия на

элементы имущественного комплекса и на элементы бизнес -  
системы;  
предложена классификация методов реструктуризации  
компании в зависимости от уровня и объекта  
реструктуризации, а также стоимостных характеристик  
компании (методы реструктуризации элементов,

формирующих имущественный комплекс компании и методы реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании); сконструирован алгоритм обоснованного выбора методов реструктуризации, позволяющих существенно увеличить стоимость компании; разработана методика оценки стоимости компании в процессе

ее реструктуризации. **Практическое значение исследования**заключается в том, что основные теоретические выводы, составляющие новизну диссертации, доведены до рекомендаций и ориентированы на широкое применение в практической деятельности.

Основные выводы могут- быть использованы для изменения отдельных положений действующего законодательства РФ в области программ реструктуризации естественных монополий.

Полученные результаты, позволяющие решить вопрос выбора метода реструктуризации, получили практическую апробацию и могут быть использованы для разработки программ реструктуризации на государственном уровне, при реализации программ реструктуризации в рамках отдельных компаний, при внедрении новых систем управления на российских предприятиях, в образовательном процессе. Практическую значимость имеют:

Ф механизм обоснованного выбора методов реструктуризации,

приводящих к наибольшему увеличению стоимости

компании, на уровне имущественного комплекса и на уровне

бизнес - системы;

методика оценки стоимости компании в процессе ее

реструктуризации;

**Апробация и внедрение результатов научного исследования**

Апробация результатов работы осуществлялась путем научных

***р***публикаций, выступлений на научно- практических конференциях, а

также в рамках преподавательской деятельности в Финансовой академии

при Правительстве РФ, Межотраслевом институте повышения

квалификации РЭА им. Г.В. Плеханова, Московском авиационном

институте. Результаты научного исследования используются в

практической деятельности компаний ОАО «Русский алюминий

менеджмент» и ИПГ «Никойл» при разработке программ

6 реструктуризации.

Основные результаты настоящей работы освещены в выступлении на

Научной конференции «Современные проблемы теории и практики

антикризисного управления в Российской Федерации» (доклад

*і*«Реструктуризация компании с целью увеличения ее стоимости»,

Институт профессиональной оценки, ФСФО, г. Москва, май 2002 года). ***'6***

Положения и выводы диссертации получены при выполнении

научно-исследовательских работ Финансовой академии при

Правительстве Российской Федерации в рамках единого заказ - наряда на

тему «Проблемы перехода России к рынку» (Проект №1.1.96 Ф).

**.#**

**>**

Публикации

Материал исследования нашел отражение в пяти авторских публикациях в центральных журналах общим объемом 3,9 п.л. (весь объем авторский).

*&*

**$**

## Особенности компании как объекта реструктуризации

Компания, являясь полноправным субъектом экономической деятельности, представляет интерес в первую очередь с точки зрения исследования ее как субъекта сложившейся экономической системы активно взаимодействующего со всеми иными субъектами системы и представляющего собой совокупность элементов, позволяющих осуществлять данное взаимодействие и являющихся ее непосредственным результатом. Проблематика и результат исследования в рамках данной работы в первую очередь зависят от поставленной цели и задач, опирающихся на взаимосвязи между элементами, формирующими стоимость компании, а так же процессов изменения, происходящих внутри и вне компании.

В экономической науке описанию компании посвящено огромное количество работ отечественных и западных специалистов. В книгах, научных статьях, отчетах приводятся различные понятия компании, что в свою очередь является отражением различных подходов к компании как организации, осуществляющей свою деятельность среди экономических субъектов и подчиняющейся регламентации с точки зрения права. В рамках настоящий работы компания выступает объектом реструктуризации, результатом которой будет являться увеличение ее стоимости.

Учитывая, что на настоящий момент времени нет единого подхода к понятию «компания», а также существуют смежные понятия «предприятие» и «фирма», в рамках настоящей работы представляется необходимым определить термин «компания», в связи с чем, необходимо осуществить анализ трактовок, предлагаемых отечественными и западными специалистами.

Кэмпбэлл Р. Макконелл, Стэнли Л. Брю разделяют понятия предприятия, фирмы и компании. При этом, под предприятием (заводом) понимается реальное предприятие (включая землю и капитал), выполняющее одну или более функций в производстве (изготовлении и сбыте) товаров и услуг. Фирма - представляет собой организацию, использующую ресурсы для производства товара или услуги с целью получения прибыли, владеющую и управляющую одним или несколькими предприятиями. Понятие компании является более общим по отношению к понятию «фирма» и рассматривается с точки зрения трактовки «фирмы» как бизнеса.

Толковый словарь «Бизнес и Право» предлагает следующую трактовку термина компании «Компания - это ассоциация лиц, объединившихся в целях получения прибыли, сформировавших некое юридическое лицо и осуществляющих бизнес от имени компании, а также, кроме исключительного случая компании с неограниченной ответственностью, ограничивающих ответственность каждого акционера по долгам компании в сумме, не превышающей стоимость не оплаченных ими акций».

Отечественные экономисты Чепурин М.Н., Кисилева Е.А рассматривают предприятие как бизнес. «Бизнес - это деловое предприятие, функционирующее с целью получения дохода (прибыли)»2.

## Специфика существующих методов реструктуризации, используемых в отечественной и зарубежной практике

Представление процесса реструктуризации в виде совокупности определенных направлений и фиксации методов, обозначаемых в рамках выделенных направлений, обусловило объективное существование необходимости фиксации существующих подходов к данному вопросу. Непосредственно до рассмотрения и практической детализации настоящего вопроса определим наполнение терминологического аппарата, используемого в рамках настоящей главы.

В силу того что термин «метод» является базовой частью терминов «методика» и «методология» на основании которого можно развить дальнейшие научные направления, основной акцент в рамках данной работы будет поставлен на изучении существующих методов реструктуризации, фиксации их достоинств и недостатков, а так же на разработке в рамках настоящего исследования четкой системы, позволяющей в зависимости от обозначенных направлений реструктуризации зафиксировать все возможные методы реструктуризации, из совокупности которых молено выбрать единственный метод, приносящий наибольшую экономическую выгоду и позволяющий, таким образом, существенно повлиять на стоимость компании, путем влияния на элементы, формирующие стоимость компании или стоимость бизнеса.

Определим понятие «метод реструктуризации» как «совокупность приёмов практического и теоретического характера, подчинённых решению поставленной задачи, заключающейся в максимально возможном увеличением стоимости компании при допустимом уровне риска».

Понятие «метод реструктуризации» носит довольно обширный характер, в силу наличия огромного количества решаемых задач и многовариантности возможных решений.

Следовательно, для полноты отражения рассматриваемого вопроса необходимо:

1) обозначить направления реструктуризации, под которыми будем понимать возможные способы (варианты) осуществления практических действий в части увеличения стоимости компании;

2) описать совокупность методов, используемых в рамках выбранных направлений, для решения задачи, заключающейся в увеличении стоимости компании

Очевидно, что в силу постепенного становления категории «реструктуризация» в экономике Российской Федерации, методическое и методологическое наполнение данного термина претерпевало определенные изменения.

Первоначально наполнение предполагало осуществление практических работ в первую очередь с финансово- несостоятельными, проблемными компаниями как правило представляющих собой один имущественный комплекс, находящийся в стадии кризиса. Правительством РФ были предприняты действия на государственном уровне, заключающиеся в разработке соответствующих нормативных документов, позволяющих предприятиям путем совершения определенных действий восстановить платежеспособность и выйти из стадии кризиса. К числу подобных законодательных документов молено отнести: Программу Правительства РФ «Структурная перестройка и экономический рост в 1997-2000гг.», Положение «О реформе предприятий и иных коммерческих организаций» утв. Постановлением Правительства РФ от 30.10.97г. №1373. Так же к числу наиболее значимых документов, разработанным в рамках данного направления являлись Методические рекомендации по реформе предприятий (организаций), утв. Приказом Министерства экономики РФ от 01.10.97г. №118. Политика на Федеральном уровне вызвала всплеск введения и разработки соответствующих программ на региональных уровнях. В частности, наиболее ярким примером являлась реализация проекта содействия реструктуризации предприятий Нижегородской области, введенного по распоряжению Немцова Б.Е. в 1997г42.

## Выбор методов реструктуризации, увеличивающих стоимость компании

Комментарии к данной схеме.

Объектами, подлежащими реструктуризации, являются активы, представляющие собой совокупность элементов А], А2, А3, ...An для первого имущественного комплекса и А ь А\, А з, ...АЛп для второго имущественного комплекса, а так же обязательства, представляющие собой совокупность элементов Оь Ог, Оз, ...On для первого имущественного комплекса и О ь 0\, О з, ...О п для второго имущественного комплекса.

Обозначенная на схеме совокупность элементов А2 и Оз для первого имущественного комплекса и совокупность элементов АЛ2 и О з ДЛЯ второго имущественного комплекса формирует бизнес - единицы, подлежащие реструктуризации второго уровня.

Остальные элементы являются разрозненными, не участвующими в формировании основного дохода компании, имеющие доходность ниже среднерыночной и подлежат реструктуризации первого уровня.

Ранее проработанный аналитический материал позволяет выделить следующие основные методы реструктуризации активов: сдача в аренду, консервация, ликвидация, реализация, списание (в схеме методы обозначены как а, Ь, с, d, е, f). В рамках реструктуризации обязательств: списание, отступное, взаимозачет, выпуск векселей (в схеме методы обозначены как j, h, I, j, k, 1). В рамках реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании: слияния и поглощения, выделение, ликвидация (в схеме методы обозначены как т, п, о).

По отношению к элементу А] возможно применение методов реструктуризации a, b, d, по отношению к элементу А2, методов т, о, по отношению к элементу 0"ь метода j, и т.д. Очевидно, что из совокупности методов необходимо выделить те, которые приносят максимальный эффект и, следовательно, оказывают наибольшее влияние на стоимость компании.

Критерием эффективности действий в части реструктуризации будет являться экономический эффект (Эа, ЭЬ, ...Эп), являющийся результатом действий по реализации методов реструктуризации (a,b,c,d,e и т.д.) в части реструктуризации элементов, формирующих компанию или ее бизнес (Аь А2, А3, ...Ал, АЛЬ А\, АЛ3, ...АЛп, Оь 02, Оэ, ...On, ОЛЬ ОЛ2, 0

Эффект от реструктуризации компании = Экономический эффект от реструктуризации элементов, формирующих имущественный комплекс компании + Экономический эффект от реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании.

В формульном расчете экономического эффекта от реструктуризации участвуют следующие компоненты: доход от реструктуризации при использовании выбранного метода реструктуризации (Ха, ХЬ, ... .Хп), затраты, связанные с действиями в части реструктуризации (Са, СЬ, .... Сп), временной период t (время, необходимое для полного завершения действий по обозначенному варианту реструктуризации), ставка дисконтирования R.

При этом, доходы и затраты могут быть представлены в виде единовременного платежа, либо в виде серии платежей «распыленных» в определенном временном промежутке. Ограничением временного периода выступает категория п, являющаяся максимально возможным сроком жизни элемента, по отношению к которому выполняются действия в части реструктуризации.