Мамедалиев Вугар Искандерович оглы. Финансовые инструменты повышения эффективности реструктуризации корпораций : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Мамедалиев Вугар Искандерович; [Место защиты: Рос. акад. гос. службы при Президенте РФ].- Москва, 2008.- 151 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/701

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты финансовых инструментов реструктуризации корпораций 10

1.1 Финансово-экономическое содержание реструктуризации корпораций 10

1.2 Методологические подходы к финансовым реструкту-ризациям корпораций и их инструментам 31

1.3 Оценка роли слияний как фактора повышения эффективности реструктуризации корпораций и совершенствования корпоративных отношений 52

Глава 2 Пути повышения эффективности слияний как финансового инструмента реструктуризации корпораций 73

2.1 Специфика развития корпоративных слияний в российских условиях 73

2.2 Финансовые особенности и диагностика эффективности слияний 92

2.3 Оптимизация финансовых инструментов при проведении слияний 112

Заключение 133

Список использованных источников и литературы 140

**Введение к работе**

**Актуальность исследования.**Процесс реформирования экономики в России существенным образом изменил формы собственности и управления подавляющей части предприятий различных отраслей экономики. Особую роль и место в этих изменениях играют процессы, происходящие в корпоративных структурах, направленные на их трансформацию и перераспределение финансовых потоков между хозяйствующими субъектами, которые основаны на широком использовании различных видов ценных бумаг и финансовых механизмах фондового рынка.

Такие тенденции вынуждают компании применять различные формы и методы реструктуризации, оптимизировать капитал в целях более эффективного его использования, что сопровождается активизацией передела собственности и изменением объема и структуры акционерного капитала.

Структурные преобразования в корпорациях происходят в формах корпоративных расширений, сокращений (сжатий) или других изменений, связанных с трансформацией акционерного капитала. При этом реструктуризация может иметь как характер внутренних изменений, так и внешних, при которых происходит концентрация и централизация капитала, способствующая усилению позиций корпораций на рынке ценных бумаг, достижению высоких финансово-экономических результатов.

Для более эффективного государственного регулирования процессов реструктуризации корпораций требуется законодательная инициатива по проведению необходимых корпоративных изменений, призванных обеспечить восстановление утраченных вертикальных и горизонтальных технологических связей между предприятиями и формирование инвестиционно-привлекательных и самодостаточных холдинговых компаний, способных выступить конкурентоспособными субъектами на мировых фондовых и товарных рынках.

Учитывая постоянный рост корпоративных реструктуризации, особенно финансовых, происходящих в российской экономике, существует необходимость проведения глубокого анализа этих процессов и выработки рекомендаций по выбору наиболее эффективных их форм и инструментов.

**Степень научной разработанности проблемы.**В силу возрастающей роли корпоративных финансов и необходимости их развития, особенно корпоративных расширений в виде слияний и поглощений в российской экономике, эта проблематика нашла широкое отражение в публикациях российских ученых и экономистов.

Различные аспекты этой проблемы рассматриваются в трудах таких отечественных ученых, как И.Г. Владимирова, И.Ю.Беляева, Ю.В. Иванов, Р. И. Леонов, В.Ф.Новикова, Ю.И.Любимцев, Б.Е. Пеньков, А.Д. Ра-дыгин, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова, А.Б.Фельдман, Е.И. Чиркова, О.Г. Хмыз, Р.Г. Энтов, М.А. Эскиндаров, и других.

Существенный вклад в развитие теории и практики слияний и поглощений внесли зарубежные ученые: Р. Брейли, П. Гохан, Т. Гранди,, С. Зайзень, Т. Коупленд, Т. Коллер, Ф. Крюгер, С.Росс, Р. Фостер, и другие. Вместе с тем, многие взгляды и обобщения, основанные на опыте развитых в рыночном отношении стран, требуют дальнейшего исследования применительно к российским условиям, особенно финансовые аспекты этих проблем.

Это касается, прежде всего, использования зарубежного опыта в процессе проведения внешней реструктуризации компаний на этапе развитой рыночной экономики, анализа и обобщения российской практики по слияниям и выработки рекомендации по их использованию.

**Цель исследования**заключается в обосновании необходимости использования и выбора финансовых инструментов повышения эффективности корпоративных реструктуризации для роста конкурентоспособности российских компаний.

Сформулированная таким образом цель обусловила подчиненные исследовательские задачи, которые состоят в следующем:

уточнить финансово - экономическое содержание корпоративной реструктуризации;

раскрыть методологические подходы к финансовой реструктуризации корпораций и ее инструментам;

дать оценку роли слияний как фактора повышения эффективности корпоративной реструктуризации и совершенствования корпоративных отношений;

охарактеризовать финансовые инструменты, повышающие эффективность реструктуризации корпораций;

выделить специфику корпоративных слияний в российских условиях;

исследовать финансовые особенности и диагностику эффективности слияний;

обосновать оптимальные для российских условий инструменты финансирования слияний.

**Объектом исследования**являются промышленные компании и корпорации, осуществляющие внешнюю (финансовую) реструктуризацию.

**Предметом исследования**выступает совокупность экономических отношений, складывающихся в процессе корпоративных реструктуризации посредством слияний с использованием различных финансовых инструментов по поводу достижения высоких финансово-экономических результатов.

**Методологической основой работы**послужили: системный подход к исследуемым процессам; фундаментальные исследования отечественных и зарубежных ученых в данной области; основные положения законодательных и нормативных актов Российской Федерации.

В качестве фактологической и статистической базы использованы аналитические отчеты промышленных компаний, источники Министерства по антимонопольной политике РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, материалы отечественной и зарубежной периодической печати.

Исследование проведено в соответствии с паспортом специальности 08.00.10. «Финансы, денежное обращение и кредит»: п.п.. 3.2 Основные направления регулирования корпоративных финансов, оптимизация структуры финансовых ресурсов предприятий реального сектора; п.п.3.5. Управление финансами корпораций: методология, теория, трансформация корпоративного контроля.

**Основные научные результаты исследования, полученные лично автором, и их научная новизна**состоят в следующем:

1. Уточнено финансово-экономическое содержание понятия «реструктуризация корпораций», объективная необходимость проведения которой в рыночных условиях обусловлена воздействием факторов внешней и внутренней среды, что позволило систематизировать ее основные виды, определить отличия от реорганизации и реформирования, использовать системно-интеграционный подход с разработкой ряда мер, направленных на повышение эффективности реструктуризации.
2. Обобщены методологические подходы к внешней (финансовой) корпоративной реструктуризации на основе использования различных теорий (синергетической, спекулятивной, агентских издержек, интеграционной, рыночного влияния, постулата Парето). Это позволило выявить различные ее формы и инструменты, в том числе рассматривая слияния и разделения как корпоративные изменения, связанные с централизацией и децентрализацией капитала, консолидацией активов, изменением объема и структуры акционерного капитала.
3. Выявлено, что в современных условиях слияния не являются инструментом финансовой реструктуризации, направленным на повышение

эффективности ресурсов корпорации и структуры национальной экономики (с точки зрения учета общественных интересов), если превалируют интересы благосостояния акционеров. Это позволило определить критерии эффективности слияния: максимизация стоимости компании на основе расчета средневзвешенной стоимости капитала, совершенствование методов оценки слияний и приобретений в финансовом учете, согласование интересов различных, заинтересованных в слиянии групп.

1. Определены негативные тенденции проведения слияний в российских условиях, основанные на организационных механизмах реализации этих процессов; захватах, фиктивном банкротстве и др. Рекомендации по переходу к финансовым инструментам слияний в процессе реструктуризации корпораций базируются на использовании механизмов фондового рынка, в т.ч. путем изменения долей внутри акционерного капитала предприятий.
2. Аргументирована необходимость использования диагностики пла- < нируемого слияния с целью снижения риска его неэффективности, а также предотвращения негативного воздействия проведенного слияния на структуру национальной экономики. Это позволило предложить этапы проведения диагностики: планирование, собственно анализ и аудит для заключения о возможности и целесообразности проведения слияния с учетом потенциальных рисков и рационального распределения финансовых ресурсов.
3. Установлено, что при приобретении компаний в результате слияния используются различные финансовые инструменты как часть финансового механизма, а именно способы (методы) привлечения финансовых ресурсов, среди которых наиболее оптимально для российских корпораций на данном этапе использование кредитов, а также многообразных смешанных форм финансирования. Выявлены факторы от которых зависит эффективность использования финансовых инструментов: степень развития рынков капитала и фондового рынка, возможность совершенствова-

ния законодательства в области ценных бумаг, банковской деятельности, лизинга.

**Практическая значимость**результатов исследования определяется тем, что его результаты могут быть использованы при разработке документов нормативного, законодательного и программного характера, определяющих процедуры проведения корпоративных внешних реструктуризации и регламента совершенствования корпоративных отношений акционерных обществ.

Исследованные в работе финансовые источники приобретений в результате слияний корпораций имеют прямую практическую направленность и могут быть использованы как финансовые инструменты в процессе повышения эффективности внешних реструктуризации.

Основные положения исследования могут найти применение в учебном процессе при изучении следующих дисциплин: корпоративные отношения, рынок капитала, финансовые рынки, финансовый менеджмент, финансовая реструктуризация и др.

**Апробация работы.**Основные положения диссертации были представлены автором на ряде конференций и семинаров, в том числе методологических семинарах кафедры финансов и отраслевой экономики, междисциплинарной аспирантской конференции РАГС: «Россия: ключевые проблемы и решения» (декабрь 2007). По теме диссертации опубликовано 6 работ объемом около 1**1**п.л.

**Структура работы.**Сформулированные в работе цель и задачи исследования определили логику и структуру работы. Работа состоит из введения, двух глав (6 параграфов), 9 таблиц, заключения и списка использованных источников и литературы.

**Основные положения работы, выносимые на защиту.**

1. Уточнение финансово-экономического содержания реструктуризации на основе теорий фирмы.
2. Определение методологических подходов к формам и инструментам финансовой реструктуризации корпораций.
3. Оценка слияний как фактора эффективности корпоративной реструктуризации и совершенствования корпоративных отношений.
4. Использование метода комплексной диагностики для анализа эффективности слияния.
5. Условия оптимизации источников и инструментов финансирования слияний компаний в российских условиях.

**Практическая значимость**результатов исследования определяется тем, что его результаты могут быть использованы при разработке документов нормативного, законодательного и программного характера, определяющих совершенствование корпоративных отношений и проведении корпоративных внешних реструктуризации.

Обоснованные в работе финансовые механизмы и инструменты проведения слияний имеют прямую практическую направленность и могут быть использованы для совершенствования корпоративных отношений акционерных обществ.

Основные положения исследования могут найти применение в учебном процессе при изучении следующих тем: корпоративные отношения, рынок капитала, финансовые рынки, финансовый менеджмент, финансовая реструктуризация и др.

**Апробация работы.**Основные положения диссертации были представлены автором на российских и международных конференциях и семинарах и опубликованы в ряде работ. В том числе: методологических семинарах кафедры финансов и отраслевой экономики, междисциплинарной аспирантской конференции РАГС: Россия: ключевые проблемы и решения (декабрь 2007).

**Структура работы.**Сформулированные в работе цель и задачи исследования определили логику и структуру работы. Работа состоит из введения, двух глав (6 параграфов), 9 таблиц, заключения и списка использованных источников и литературы.

## Финансово-экономическое содержание реструктуризации корпораций

В последние годы в научной литературе в соответствии с требованиями рыночной экономики все больше внимания уделяется таким вопросам как конкурентоспособность промышленных предприятий, антикризисное управление, проблемы воспроизводства, стратегии развития. Проблемам же реформирования, реструктуризации и реорганизации предприятий в связи с необходимостью их приспособления к условиям внешней среды, а значит, роста их эффективности исследователями уделяется значительно меньше внимания.

Усиление конкуренции даже в эффективном производстве и реализации продукции между отечественными товаропроизводителями, а также с зарубежными поставщиками, импортируемых в Россию товаров требует от национальных компаний и фирм мобилизации усилий для удержания позиций на отечественном рынке.

Как показывает опыт реформирования хозяйственной деятельности производственных комплексов, реструктуризация является действенным инструментом повышения эффективности производства и его конкурентоспособности. При этом она часто рассматривается как органичный набор мер по приведению деятельности предприятий и компаний в соответствие с внешними рыночными условиями хозяйствования и выработанной конкурентной стратегией функционирования и развития производст-ва.1

Термин «реструктуризация», пришедший в Россию с другими понятиями, связанными с ведением бизнеса, сегодня применяется очень часто для обозначения процессов организационной и финансовой перестройки компании. Причем следует отметить, что реструктуризация в США в 80-х годах смогла состояться только благодаря сильному контролю со стороны финансового рынка. Дисциплинирующее воздействие финансового рынка проявляется в многочисленных поглощениях малоэффективных компаний.1

На практике применяются два подхода при проведении реструктуризации предприятия, причем совершенно противоположные. Один их них, производительный и по сути своей созидательный, нацелен на развитие предприятия как структурной единицы производства, и поэтому требует, чтобы материальное вознаграждение персонала зависело от эффективности производства и сбыта, прироста и технологического обновления капитальных фондов.

Другой, в сущности, спекулятивно-биржевой и разрушительный, ориентирован на искусственное раздувание фиктивной стоимости предприятий, накачку его рыночной капитализации и курса его акций, в связи с чем диктует, чтобы подходы менеджмента определялись суммой привлеченного акционерного капитала, а не динамикой производительности труда и воспроизводства реальных производственных фондов. Первый подход ведет к прогрессу производительных сил, тогда как второй - к их деградации и разрушению.2

## Специфика развития корпоративных слияний в российских условиях

В России процессы слияний и присоединений получили широкое распространение еще в середине 90-х гг. Тогда это было связано с формированием финансово-промышленных групп и холдингов, причиной чему явилось интенсивное сращивание финансовых и производственных активов.

Однако примерно с конца 90-х гг. в связи с изменением макроэкономических условий и появлением вследствие этих изменений рентабельных нефинансовых предприятий с большими потоками свободных денежных средств, процессы слияний заметно активизируются, причем преобладать начинают враждебные поглощения1.

В российской экономике образовались уже целые отрасли, чья структура сформировалась в результате волн слияний, таких как нефтя-ная отрасль, черная металлургия, сотовая связь, целлюлозно-бумажная промышленность. В этих отраслях созданы и успешно функционируют многоэлементные и многофункциональные системы в виде корпоративных объединений, для которых характерен активный рост за счет использования механизмов рынка корпоративного контроля и присоединения других компаний.

Темпы роста рынка корпоративного контроля3 в РФ на начало 2007г. составили 41,2%, а его объем более 50 млрд долл. Концепция рынка корпоративного контроля была сформулирована Г.Манне в 1965г. Согласно его подходу корпоративный контроль подразумевает возможность использования и распределения активов компании. Несколько иначе трактует данное понятие М. Дженсен, понимая под ним право влиять на формирование команды менедже не только объем сделок, но и постоянно увеличивается и сложность их структурирования за счет активного использования механизмов и инструментов как отечественного рынка корпоративного контроля, так и международного.

Появились такие сложные формы финансирования приобретений компаний как первичное размещение акций (IPO), финансирование с использованием заемных средств, в том числе путем выпуска облигаций (LBO), выкупа компаний за счет заемных средств ее менеджментом (МВО).

В качестве примера можно привести Газпром, активно приобретающий контроль над компаниями из смежных отраслей, таких как нефтехимия (крупнейший холдинг «Сибур»), производство удобрений - Аг-рохимпромхолдинг, металлургия - Лебединский ГОК, машиностроение -«Пермские моторы», СМИ - НТВ и пр.

Среди последних примеров - крупное присоединение в марте 2006г. публичной американской нефтяной компании Chapparal Resources, все активы и производственная деятельность которой сосредоточены в Казахстане, российской нефтяной компанией ОАО «Лукойл».

Механизм слияний при формировании холдинговых структур позволяет компаниям-покупателям использовать дополнительные резервы для развития. Именно по этой причине в современных условиях активно происходят процессы перераспределения собственности в России.

## Финансовые особенности и диагностика эффективности слияний

Повышение эффективности реструктуризации компаний основывается на возможности проведения финансового анализа при оценке слияний и присоединений. В процессе его осуществления следует выделить несколько принципиальных моментов:

- важность определения экономических выгод и издержек, расчет синергетического эффекта от использования слияния;

- необходимость учета интересов всех заинтересованных групп: кто из участников вероятнее всего извлечет из него прибыль, а кто понесет убытки;

- возникновение особых налоговых, юридических, кадровых и бухгалтерских проблем;

- обязательность учета принудительного использования слияний и присоединений, что может привести к превышению издержек над прогнозируемыми.

Для оценки эффективности используются различные подходы. Анализ чаще всего начинается с прогноза финансовых потоков компании1, которую собираются реструктуризировать. В такой постановке в прогноз включают любое увеличение доходов или снижение затрат, обусловленное слиянием, и затем дисконтирование этих сумм, и сравнения полученного результата с ценой покупки.

Ожидаемая чистая выгода рассчитывается как разница дисконтированного потока денежных средств приобретаемой компании, включая выгоды от реструктуризации, и денежных средств, необходимых для осуществления самой реструктуризации.

Приведенная стоимость ожидаемого от слияния прироста финансового потока сравнивается с ценой, которую следует заплатить за приоб 1 Неточная оценка финансовых потоков может привести к значительному превышению затрат на реструктуризацию (в том случае, если стоимость активов была переретаемую фирму при использовании различных вариантов и выбирается наиболее оптимальный вариант.

В этом случае анализ эффективности использования слияния предусматривает:

- прогнозирование финансового потока;

- определение уровня дисконтной ставки или цены капитала для оценки прогнозируемого финансового потока;

- оценку реальной стоимости совершаемой сделки;

- сравнительный анализ полученных данных.

Рассмотренный выше подход не всегда дает объективные результаты. Даже высокопрофессиональный аналитик может допустить серьезные просчеты в оценке стоимости компании. Ожидаемая чистая выгода может оказаться положительной, но вовсе не потому, что применение слияния действительно эффективно, а лишь из-за того, что слишком оптимистично оцениваются прогнозируемые потоки денежных средств будущей компании, которая выбрана в качестве цели. С другой стороны, действительно целесообразная сделка может и не состояться, если будет недооценен потенциал приобретаемой компании.