Лебедева, Наталия Евгеньевна. Финансирование стратегических проектов компании на основе реструктуризации непрофильных активов : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Лебедева Наталия Евгеньевна; [Место защиты: Гос. ун-т упр.].- Москва, 2011.- 155 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/93

**Введение к работе**

**Актуальность проблемы**

Ускоренно развивающийся корпоративный сектор вынужден постоянно искать новые источники дохода, способные компенсировать неблагоприятное влияние макроэкономических факторов. Многие российские компании с этой целью обращаются к сделкам слияний и поглощений. При этом среди инвесторов присутствует явная заинтересованность в установлении абсолютного контроля над приобретаемым бизнесом.

Между тем, приобретая в собственность компанию, инвестор становится обладателем имущественного комплекса, т.е. набора профильных и непрофильных активов, доходность и состояние которых находятся в прямой зависимости от условий проводимой сделки. Существенное значение здесь имеет выбор метода управления тем или иным активом: его реализация, сохранение на балансе объединяемых компаний или реализация в иной промежуток времени на более приемлемых условиях.

Как показывает опыт, поглощающие компании, как правило, дают неверные оценки стоимости и перспектив использования приобретаемых непрофильных активов. Например, «пропускают» непрофильный актив, либо недооценивают издержки, сопряжённые с его последующей реализацией. Так или иначе, но более 60% всех слияний не окупают вложенных в них средств.

Приобретаемые непрофильные активы нередко становятся ощутимым обременением для объединяемого бизнеса (с точки зрения издержек, рисков и т.п.). В тоже время непрофильные активы могут стать источником средств для развития стратегических проектов компании. В этом случае при оценке будущих перспектив слияния компаний их непрофильные активы должны рассматриваться в качестве

дополнительного источника дохода. Однако, в большинстве случаев, квалификация оценщика, адекватная основному деловому профилю компании, не распространяется на непрофильный актив. И ошибки в оценке непрофильных активов часто слишком дорого обходятся компании - переоценённые непрофильные активы теряют ликвидность даже при незначительных ухудшениях макроэкономической конъюнктуры, а недооценённые активы - ограничивают возможности компании и приводят к недополученную прибыли.

Недостаток отечественных исследований в области управления процессом реструктуризации непрофильных активов в сделках слияний/поглощений, с одной стороны, и невозможность использования неадаптированной зарубежной теории, с другой стороны, обусловливают необходимость продолжения исследований в данной области. **Степень научной разработанности проблемы.**

Значительные объёмы и темп роста рынка слияний и поглощений, а также желание участников рынка минимизировать юридические, инвестиционные и пр. риски, сопутствующие данным сделкам, привели к появлению многочисленных исследований по данной тематике. В том числе появились методологические концепции, рассматривающие процессы управления сделками слияний и поглощений, а также рисками, возникающими в процессе слияний/поглощений. Отечественными и зарубежными специалистами были разработаны модели, раскрывающие различные аспекты оценки стоимости бизнеса компании в процессах слияний/поглощений. В частности, по данной тематике на русском языке вышли книги проф. А.Г. Грязновой и проф. М.А Федотовой, С. В. Гвардина, И. Н. Чекун, Д. А. Ендовицкого, В. Е. Соболева, А. А. Бегаева, Сычева Г. Колбачева Е., Сычева В, Волкова А.С.и др. Отдельный интерес для специалистов представляют вопросы оценки стоимости активов в процессе создания и функционирования конгломератных компаний. Интересной работой в данной области являются труды Рудык Н.Б.,

представляющие собой достаточно подробный обзор всего спектра теорий, пытающихся объяснить мотивы создания конгломератных компаний, анализ результатов наиболее значимых эмпирических исследований каждой из этих теорий, а также обсуждение проблем функционирования конгломератных компаний на развивающихся рынках и в РФ.

Безусловно, столь богатый потенциал является основополагающим при анализе процессов слияний/поглощений. Вместе с тем, остаются недостаточно изученными вопросы эффективности реструктуризации непрофильных активов в процесс слияний/поглощений и управления соответствующими рисками. В свете последнего кризиса весьма значимым направлением исследования представляются также вопросы определения зависимости показателей доходности реализуемых слияний/поглощений от эффективности управленческих решений, предпринимаемых менеджментом компании в отношении непрофильных активов, а также поиск возможностей увеличения инвестиционного потенциала компании за счет реструктуризации непрофильных активов.

**Таким образом, актуальность исследования** определяется необходимостью теоретических исследований и разработки практических рекомендаций, позволяющих снизить инвестиционные риски, возникающие в процессе реализации последовательных слияний/поглощений, и повысить эффективность управленческих решений, направленных на формирование инвестиционного капитала за счет реструктуризации непрофильных активов компаний объединяемых посредством слияний/поглощений.

Тема диссертации соответствует основным направлениям научно-исследовательских работ Государственного университета управления.

**Цель и задачи исследования.**

Целью диссертационной работы является обоснование теоретических положений и методических подходов, способствующих развитию процессов слияний/поглощений в России, направленных на формирование

инвестиционного капитала за счет реструктуризации непрофильных активов объединяемых компаний в процессе слияний/поглощений. Цель исследования логически определила постановку следующих задач:

проанализировать основные тенденции и выявить закономерности развития процессов слияний/поглощений в России, изучить соответствующий понятийный аппарат;

проанализировать алгоритм проведения последовательных слияний/поглощений, направленных на формирование инвестиционного капитала компании;

исследовать механизмы оценки эффективности финансирования сделок слияний/поглощений, а также алгоритмы принятия решений относительно целесообразности участия в конгломератных слияний/поглощений;

исследовать стратегии и методы управления непрофильными активами в процессах конгломератных слияний/поглощений;

разработать модели и алгоритмы оценки и управления непрофильными активами в процессе последовательных слияний/поглощений, учитывающих не только весь спектр рисков, но и отражающих эффективность управленческих решений, реализуемых менеджментом компании с целью формирования инвестиционного капитала посредством слияний/поглощений;

разработать рекомендации по совершенствованию системы  
управления рисками, возникающими в процессе реструктуризации  
непрофильных активов компании.

**Теоретические и методологические основы исследования** Теоретической основой исследования являются труды отечественных и зарубежных учёных в области оценки и управления процессами слияний/поглощений, в том числе фундаментальные и прикладные исследования, а также концепции, представленные в работах отечественных и зарубежных авторов в сфере финансирования сделок

слияний/поглощений, соответствующие законодательные и нормативные документы.

При обосновании и разработке положений диссертации применялись методы системного анализа, экономико-математического моделирования, многомерного сравнительного и факторного анализа, а также экспертно-аналитический метод.

**Предпосылкой** для дальнейшего исследования послужили выводы о недостаточной степени теоретической и методической проработки принципов и методов управления непрофильными активами компаний в процессах конгломератных слияний/поглощений.

**Объектом исследования** являются процессы финансирования стратегических проектов, направленные на формирование добавочной стоимости в рамках реализуемых сделок слияний/поглощений.

**Предметом** исследования являются процессы реструктуризации непрофильных активов, являющиеся источником совокупности рисков, возникающих в процессе конгломератных слияний/поглощений.

**Научная новизна** диссертационного исследования состоит: в  
разработке методики реструктуризации непрофильных активов в сделках  
слияний и поглощений; в разработке методики формирования  
инвестиционного капитала для финансирования стратегических проектов  
компании за счет реструктуризации непрофильных активов; в разработке  
модели оценки рисков снижения стоимости непрофильных активов; в  
разработке классификации рисков, связанных со снижением стоимости  
портфеля активов, сформированного на основе сделок по слиянию и  
поглощению; в разработке модели расчета мультипликативного  
коэффициента привлекательности последовательных сделок

слияний/поглощений, учитывающих интегральный показатель рисков портфеля непрофильных активов; в выявлении мотивационного эффекта с точки зрения компаний, участвующих в сделках слияний/поглощений на различных отраслевых развивающихся рынках со слабой ликвидностью.

**Наиболее существенные научные результаты,** полученные лично автором, содержащие элементы научной новизны, отражающие приращение научных знаний в исследуемой области и выносимые на защиту:

1. Разработана методика реструктуризации непрофильных активов в сделках слияний/поглощений, обеспечивающая такое значение средневзвешенной стоимости капитала, при которой результирующая сделка по слиянию на слаболиквидных рынках позволяет получать максимально возможное превышение доходности инвестированного капитала над его средневзвешенной стоимостью. Инвестиционный капитал, полученный компанией посредством реструктуризации непрофильных активов, таким образом, представляется наиболее эффективным средством финансирования стратегических инициатив компании и обеспечивает более высокий уровень ее финансовой устойчивости за счет снижения уровня долговой нагрузки.
2. Разработана методика формирования инвестиционного капитала для финансирования стратегических проектов компании за счет реструктуризации непрофильных активов, позволяющая в случае реализации серии последовательных сделок по слиянию/поглощению с наименьшими затратами достигать эффекта синергии непрофильных активов. Таким образом, продажа портфеля непрофильных активов, базирующаяся на теории инвестиционного портфеля, будет являться источником финансирования стратегических инициатив компании по приобретению и модернизации профилирующих активов.

3. Разработана модель оценки рисков снижения стоимости  
непрофильных активов. В основе модели лежит рейтинговый подход по  
оценке привлекательности портфеля непрофильных активов.  
Разработанная модель была положена в основу предложенный автором  
классификации рисков снижения стоимости портфеля активов,

позволяющей учесть наиболее важные источники неопределенности при реализации проектов по слиянию и поглощению компаний.

1. Разработана классификация рисков, связанных со снижением стоимости портфеля активов, сформированного на основе сделок по слиянию и поглощению. При этом сделан вывод о том, что именно конгломератные слияния являются источником возникновения непрофильных активов на этапе интеграции компаний вследствие изменения жизненных циклов, производственных и технологических цепочек.
2. Разработана методика расчета мультипликативного коэффициента привлекательности последовательных сделок слияний/поглощений, учитывающих интегральный показатель рисков портфеля непрофильных активов. При этом доказано, что издержки, связанные с привлечением инвестиционного капитала на финансирование последовательных сделок по слиянию/поглощению увеличиваются по мере реализации каждой последующей из них, но их совокупная стоимость меньше затрат компании на капитал для случая прямого слияния компаний с профильными активами и затратами на интеграцию. При этом обеспечиваются поддержание требуемого уровня финансовой устойчивости и минимизация рисков слияния.

**Достоверность и обоснованность результатов** исследования подтверждаются сочетанием используемых общенаучных и специальных методов анализа. В частности, при проведении исследования использовались следующие общенаучные методы: восхождение от абстрактного к конкретному, дедуктивные и индуктивные методы, наблюдение, аналогия, моделирование, анализ и синтез, исторический и логический методы. Кроме того, при решении частных проблем управления рисками применялись методы статистического и математического анализа, эконометрики. Автором использована широкая информационная и методологическая база исследования, включающая в

себя законодательные нормы, стандарты корпоративного управления и риск-менеджмента как в России, так и в других странах мира.

Теоретическую основу исследования составили научные положения и методические подходы, сформулированные в работах зарубежных и российских авторов по финансовому менеджменту, по риск-менеджменту, стратегическому менеджменту в финансовых организациях и компаниях.

**Теоретическая и практическая значимость** диссертационной работы состоит в дальнейшем развитии теории слияния и поглощения как способа реализации инвестиционной политики российскими компаниями, обеспечивающими, в дальнейшем, повышение их финансовой устойчивости. Практическое значение проведенного исследования состоит в разработке практических рекомендаций, позволяющих компаниям принимать решения о \* целесообразности участия в сделках слияний/поглощений, в процессах управления реструктуризацией портфеля непрофильных активов. Результаты диссертационного исследования ориентированы на широкое применение в практической деятельности российских компаний при построении комплексных систем управления активами.

**Практическая ценность**

Проведенное исследование дает возможность применения разработанных методических рекомендаций, аналитического и математического аппарата при реализации сделок слияний/поглощений на территории России.

Результаты диссертационного исследования ориентированы на широкое применение в практической деятельности различных компаний при построении комплексных систем управления активами. Предложенные методы оценки инвестиционных рисков могут быть использованы также и финансовыми организациями, оценивающими целесообразность слияний/поглощений, при подготовке ими бизнес-плана в обосновании источников финансирования данных сделок.

Направления использования теоретических и практических результатов и выводов диссертации в теории впоследствии могут быть расширены, в том числе для использования в процессе управления компаниями и организациями, где возможны процессы выделения и реструктуризации активов.

Представляется целесообразным использование основных результатов диссертационного исследования при проведении инвестиционного анализа в компаниях, занимающихся реструктуризацией активов, в государственных компаниях, попадающих под приватизацию, а также в учебном процессе в высших учебных заведениях по специальностям финансового менеджмента и риск-менеджмента.

**Апробация работы**

Сформулированный в работе комплексный подход к созданию модели управления непрофильными активами был апробирован на методологическом семинаре «Современные проблемы развития интегрированного риск-менеджмента» (2011 г., Москва, ГУУ), где также обсуждались основные элементы методики - методики оценки рисков и алгоритма принятия решений о целесообразности реализации последовательных слияний/поглощений, - и, в целом, получили высокую оценку. Кроме того, результаты исследования были также внедрены в компаниях ООО «СПС - Холод - МТ» и 000 «ЛИИН» и заслужили положительные рекомендации.

Структура **и** объем диссертации

Диссертация состоит из введения, трех глав и заключения, изложенных на 155 страницах и иллюстрированных 37 рисунками и 22 таблицами, а также списка литературы из 90 наименований.