Тутаев Антон Владимирович. Финансовая эффективность реструктуризации компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 165 c. РГБ ОД, 61:04-8/1617

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ПОРТФЕЛЬНАЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ 9

1.1. Экономическое содержание реструктуризации компании как управленческого ресурса повышения стоимости компании 9

1.2. Увеличение стоимости компании - задача финансового менеджмента в управлении компанией 16

1.2.1 Функции финансового менеджмента в управлении стоимостью компании 16

1.2.2. Методы определения стоимости компании 21

1.3. Портфельная реструктуризация в процессе управления стоимостью компании 28

1.4. Экономические аспекты портфельной структуры компании с позиций

финансового менеджмента 41

Выводы 52

ГЛАВА 2. ФИНАНСОВО-УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ КОМПАНИИ (НА ПРИМЕРЕ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ МАШИНОСТРОЕНИЯ) 54

2.1. Финансовые факторы реструктуризации российских предприятий машиностроения 54

2.1.1. Анализ финансовых результатов деятельности российских предприятий машиностроения 54

2.1.2. Анализ результатов реструктуризации российских предприятий машиностроения 64

2.2. Информационная база управления портфельной структурой компании.. 74

Выводы 85

ГЛАВА 3. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА ПОРТФЕЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ КОМПАНИИ 87

3.1. Методические подходы к финансовому анализу портфельной структуры компании по прямому вкладу производственного сегмента в стоимость компании 87

3.2. Методика финансового анализа портфельной структуры компании (на примере российского предприятия машиностроения) 105

3.2.1. Параметры компании - объекта финансового анализа 105

3.2.2. Финансовый анализ портфельной структуры предприятия 108

3.2.3. Финансовая эффективность реструктуризации компании и рекомендации по стратегическому развитию 112

Выводы 126

Заключение 128

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 132

ПРИЛОЖЕНИЯ 148

Приложение 1 148

Приложение 2 149

Приложение 3 151

Приложение 4 154

Приложение 5 155

Приложение 6 159

Приложение7 160

Приложение 8 161

Приложение 9

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**

Экономическое развитие России связано с привлечением инвестиций. Политические и финансовые кризисы последнего десятилетия негативно сказались на инвестиционных возможностях страны, снизился инвестиционный потенциал ее регионов и отраслей. В этих условиях активизирован поиск путей и адекватных форм антикризисного управления экономикой на макро-, мезо-, и микроуровнях. Одной из проблем российских промышленных предприятий является неадекватность организационной и производственной структуры современным экономическим задачам, в результате чего теряется потенциал увеличения стоимости предприятия и возможность привлечения инвестиций.

Преодоление негативных тенденций в развитии промышленных предприятий связано с решением задач по обновлению основных фондов, совершенствованию организационных и производственных структур, формированию портфеля конкурентных заказов, освоению рынков сбыта, применению адекватных экономическим задачам методик управленческого учета и финансового анализа.

Фрагментарность научных исследований по указанным проблемам, отсутствие необходимой методической базы, так ожидаемой практиками, определили актуальность темы диссертации, цель, объект и предмет исследования.

**Целью**диссертации является теоретическое обоснование, методическая разработка и внедрение методов реструктуризации компании для повышения ее стоимости.

Достижение поставленной цели определило необходимость решения следующих взаимосвязанных задач: определение экономического содержания и роли реструктуризации компании как метода управления стоимостью компании;

обобщение научных подходов к вопросу об увеличении стоимости компании как функции финансового менеджмента;

обобщение результатов анализа финансово-управленческих факторов реструктуризации российских предприятий машиностроения;

обобщение результатов финансового анализа деятельности российских предприятий машиностроения за 2000-2002 годы;

разработка методического подхода к финансовому анализу портфельной структуры компании для целей управления ее стоимостью;

разработка методического подхода к формированию портфельной структуры компании, обеспечивающей увеличение стоимости компании.

**Объектом**исследования является сфера финансово-производственной деятельности российских предприятий машиностроения.

**Предмет**исследования - совокупность теоретических, методических и практических аспектов структуры компаний с позиций повышения ее стоимости.

**Теоретическую, методологическую и методическую**основу исследования  
составили научные труды ученых и специалистов по современной теории  
финансов, финансового и стратегического менеджмента, управления  
собственностью, управления стоимостью компании, инвестициями,

антикризисному управлению и реструктуризации предприятий, финансовому анализу , в том числе росссийских -Аистовой Л.П., Алпатова А.А., Белых Л.П., Иванова Ю.А., Клейнера Г.Б., Федотовой М.А. и зарубежных - Бюнера Р., Дженсена М., Колера Т., Коупленда Т., Мурина Дж., Топфера А. и других.

Вопросы реструктуризации компаний современными зарубежными исследователями рассматриваются в аспекте преобразования организационной структуры, реинжиниринга бизнес-процессов, разработки управленческих стратегий. Российские авторы акцентируют интерес на реструктуризации задолженности кризисных предприятий. Рассмотрение проблем, связанных с финансовым анализом структуры компании сводится к анализу децентрализованных компаний.

**Обоснованность и достоверность**исследования обеспечивается тем, что в работе применены методы системного анализа, синтеза, балансовый, нормативный, сравнительного сопоставления, экономико-математические, статистический и другие методы познания сущности экономических явлений. В работе широко использовались программные продукты операционной среды Windows: Microsoft Word 97, Microsoft Excel 97, а также специализированная программа «Электронная анкета ФКЦБ России».

Эмпирической базой исследования послужили данные бухгалтерской и статистической отчетности машиностроительных предприятий, статистические данные научных публикаций и практических исследований, информация о результатах деятельности предприятий, публикуемая ФКЦБ России, информация о методологии и результатах программ реструктуризации зарубежных машино-строительных предприятий.

В процессе проведения исследования автором использованы знания и опыт, полученные во время работы в аудиторских и консалтинговых компаниях Pricewarterhouse Coopers Deutsche Revision AG, OOO «Консультации, Исследования, Реструктуризация», а также в процессе консультирования организаций, в том числе: Deutsche Bahn AG, Dow Corning AG, ГК АРКО, РАО «ЕЭС России», АКБ НРБ, ОАО «Троллейбусный завод», предприятий авиационного комплекса и других.

**Научная новизна**диссертационной работы состоит в научно обоснованных методических положениях и практических рекомендациях по портфельной реструктуризации компании в целях повышения ее стоимости. На защиту вынесены основные результаты, имеющие элементы научной новизны, которые получены автором в ходе научного исследования, а именно:

1.Определено экономическое содержание реструктуризации компании как управленческого ресурса повышения стоимости компании.

2.0бобщены научные подходы к вопросу увеличения стоимости компании как управленческого ресурса с позиций портфельной структуры компании с выделением производственного сегмента, влияющего на стоимость компании.

3.Выявлены наиболее значимые финансово-управленческие факторы реструктуризации российских машиностроительных предприятий, основные из которых - прямой вклад производственного сегмента в формирование стоимости компании, портфельная структура компании, характер и качество инфор-мационной базы.

4.0бобщены результаты анализа деятельности 18 российских машиностроительных предприятий за 2000-2002 годы по следующим признакам: эффективность , раскрытие информации по производственным сегментам, характер реструктуризации.

5.Предложен и обоснован методический подход к определению прямого вклада в стоимость компании производственного сегмента компании.

б.Разработана методика финансового анализа портфельной структуры компании, позволяющая определить финансовую эффективность реструктуризации компании и предложить рекомендации по стратегическому развитию компании.

**Практическая значимость**работы состоит в том, что теоретические выводы и предложенные автором методические разработки по определению финансовой эффективности реструктуризации компаний использованы при оценке и финансовом анализе машиностроительных предприятий авиационного комплекса.

Результаты исследования могут быть использованы:

предприятиями при проведении финансового анализа, разработке и внедрении систем управленческого учета, реструктуризации, переходе на Международные стандарты финансовой отчетности;

финансовыми, инвестиционными, оценочными, аудиторскими и консалтинговыми компаниями в практической деятельности;

менеджментом компании при определении финансовой эффективности хозяйственной деятельности структурных подразделений компаний,

проведении антикризисных мероприятий; выпуске ценных бумаг;

инвесторами при обосновании управленческих решений о перспективах развития компаний;

в учебном процессе при подготовке управленческих кадров по специальности «Финансы, денежное обращение и кредит», а также в рамках дисциплин «Оценка бизнеса», «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг», «Антикризисное управление».

**Апробация работы.**Методические подходы и разработки представленные автором в диссертации были использованы в практической деятельности ЗАО «Амурпромстройбанк», консалтинговой компании ООО «Консультации, Исследования, Реструктуризация» в ходе реализации проектов по оценке бизнеса, проектному финансированию, привлечению прямых инвестиций в предприятия реального сектора экономики, проведении организационных и производственных преобразований по повышению стоимости предприятий, в процессе консультаций по вопросам стратегического и финансового менеджмента.

Результаты исследования докладывались в период с 2001 по 2003 годы на 9-м Всероссийском студенческом семинаре «Проблемы управления» (Москва, Государственный университет управления,2001 год) и на конгрессе «10 лет оценочной деятельности в России»(Москва,2003 год).

По теме диссертации опубликовано 5 работ общим объемом 1,4 п.л., в том числе лично автора -1,4 п.л. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений.

## Экономическое содержание реструктуризации компании как управленческого ресурса повышения стоимости компании

Вопросы экономической и финансовой эффективности деятельности предприятий, управления структурой и стоимостью компаний изучаются целым рядом отраслей экономической науки.

В этой связи представляется целесообразным кратко представить использованные в данном исследовании основные понятия, характеризующиеся широким спектром трактовок в современной экономической литературе.

Основной отправной точкой данного исследования является положение теории стоимости компании о том, что основной целью менеджмента, в том числе финансового, является максимизация стоимости компании. В контексте теории стоимости компании мы рассматриваем реструктуризацию как один из инструментов управления стоимостью.

В современной литературе существует целый ряд трактовок понятия «стоимость компании». Не углубляясь в подробное их изложение, подчеркнем, что в теории управления стоимостью компании под стоимостью подразумевается «способность компании приносить доход владельцам ее акционерного и заемного капитала» [80].

Важным термином теории стоимости компании является понятие «свободный денежный поток», который используется в зарубежной практике бухгалтерского и управленческого учета, а также финансового менеджмента [46, 80, 147]. Свободный денежный поток представляет собой величину денежного потока компании до произведения выплат владельцам капитала

Таким образом, мы согласны с авторами, полагающими, что величина свободного денежного потока соответствует сумме денежного потока от производственной деятельности без учета процентных платежей по кредитам и займам и денежного потока от инвестиционной деятельности.

Другим важнейшим вопросом при изучении проблем реструктуризации является вопрос определения понятия «структура компании». Данное понятие применяется практически во всех отраслях экономических знаний по теории управления и, в связи с этим, характеризуется большим количеством определений и толкований.

Поскольку мы исследуем вопросы реструктуризации компаний с точки зрения финансового менеджмента в контексте определения максимизации стоимости компании как основной цели менеджмента, применяемое представление структуры компании должно отражать процесс создания стоимости компании, позволяя определять характер и степень влияния отдельных структурных элементов компании на стоимость компании.

В соответствии с теорией стоимости компании, свободный денежный поток является основным фактором стоимости компании. В этой связи мы считаем целесообразным классифицировать отдельные виды структурных подразделений компании по признаку их влияния на различные элементы свободного денежного потока и предлагаем, обратившись к известному из теории финансов делению издержек предприятия на прямые и косвенные, разделить различные компоненты денежного потока компании на прямые и косвенные денежные потоки, которые будут соответствовать отдельным структурным элементам компании.

Для этого мы считаем целесообразным разделить структурные подразделения компании на производственные, которым, в основном, соответствуют прямые денежные потоки, и непроизводственные, выполняющие вспомогательные функции по отношению к производственному процессу, которым будут соответствовать косвенные денежные потоки.

Производственные подразделения компании оказывают непосредственное влияние на такие элементы свободного денежного потока компании, как входящие денежные потоки от производственной деятельности, прямые производственные издержки и инвестиции. Таким образом, состав прямых денежных потоков компании находится в прямой зависимости от состава производственных подразделений компании, а процесс создания стоимости компании изменяется в зависимости от состава производственных подразделений в рамках структуры компании, что позволяет охарактеризовать компоненты стоимости компании, создаваемые производственными подразделениями, как переменные.

## Финансовые факторы реструктуризации российских предприятий машиностроения

Для анализа стоимости российских предприятий машиностроения определены показатели экономической добавленной стоимости по ряду предприятий в 2000 - 2002 гг.

Для расчета показателей экономической добавленной стоимости российских предприятий машиностроения рассмотрены данные бухгалтерской отчетности 18 российских предприятий машиностроения за 2000 - 2002 гг.8 Предприятия, включенные в анализ, входят в список 200 крупнейших компаний России «Эксперт-200», опубликованный журналом «Эксперт» 29 сентября 2003 г. [153]

Основным источником информации, использованной при расчетах, являются ежеквартальные отчеты эмитента ценных бумаг в ФКЦБ, представляемые акционерными обществами в соответствии с Федеральным Законом «О рынке ценных бумаг», а также аналитические материалы инвестиционного банка Renaissance Capital [170, 197].

Поскольку не все из вышеуказанных источников информации содержат информацию о величине инвестированного капитала предприятий и чистой операционной прибыли за вычетом скорректированных налогов, то автором произведены корректировки имеющейся информации.

Необходимые для расчета экономической добавленной стоимости финансовые показатели деятельности предприятий определялись следующим образом:

Величина инвестированного капитала предприятий оценивалась как разница между совокупными активами предприятия и величиной кредиторской задолженности за вычетом прочих пассивов. Таким образом, в состав инвестированного капитала предприятий включены собственные средства и платные заемные средства.

Величина чистой операционной прибыли за вычетом скорректированных налогов определялась как прибыль (убыток) от реализации за вычетом налога на прибыль по максимальной ставке, действовавшей в течение отчетного периода.

## Методические подходы к финансовому анализу портфельной структуры компании по прямому вкладу производственного сегмента в стоимость компании

Одним из важнейших аспектов реструктуризации компании является определение ее стоимости с учетом анализа портфельной структуры компании. В главе 1 обосновано, что при изучении влияния портфельной структуры компании на ее стоимость необходимо использовать данные о финансовой эффективности деятельности отдельных структурных подразделений компании. При этом необходимо учитывать сложные взаимосвязи, возникающие между отдельными структурными элементами в процессе хозяйственной деятельности компании и влияющие на процесс создания стоимости компании.

В этой связи необходимо отметить, что в данном исследовании не рассматриваются различные методы и подходы к финансовому анализу и оценке структурных элементов компании, основанные на полном распределении денежных потоков компании среди структурных элементов13.

По нашему мнению, данные подходы позволяют достаточно достоверно определить величину стоимости отдельных производственных сегментов на определенную дату. Вместе с тем, эффективность использования данных подходов для целей оценки финансовой эффективности портфельной структуры компании и принятия управленческих решений о перспективах развития компании не достаточна. Исследование позволило сделать вывод о том, что производственные сегменты, входящие в портфельную структуру компании, характеризуются сложными взаимосвязями. Стоимость отдельных производственных сегментов, рассчитанная с помощью данного подхода, изменится при изменении портфельной структуры компании в связи с изменением структуры распределения косвенных издержек и издержек корпоративного центра.

Поскольку производственные сегменты действуют как структурные элементы компании, то и результаты их хозяйственной деятельности связаны с их совместной производственной деятельностью в составе структуры компании. В этой связи для оценки стоимости компании, возникающей в результате использования производственными сегментами ресурсов компании, необходимо наряду с аспектами деятельности ПС, не зависящими от интеграции ПС в структуру компании (т.е. факторами стоимости производственного сегмента, идентичными для деятельности ПС как самостоятельного хозяйствующего субъекта или структурного элемента компании), выделить факторы, отражающие зависимость деятельности производственных сегментов от структуры компании.

Как отмечено выше, одной из целей оценки стоимости компании в контексте структуры производственных сегментов является прогнозирование стоимостных результатов деятельности компании после проведения структурных преобразований, т.е. после изменения комбинации производственных сегментов путем выделения или добавления новых элементов. Выделение из состава структуры компании одного или нескольких производственных сегментов приведет к прекращению денежных потоков, прямо относимых на выводимые производственные сегменты. Это в краткосрочной перспективе не отразится на косвенных денежных потоках, возникающих, в том числе, в связи с деятельностью данных ПС14. Таким образом, исходящие денежные потоки компании, связанные с косвенными издержками, будут существовать и после проведения структурных преобразований, являясь для компании так называемыми "неустранимыми издержками" [Ср.: 140].