Чеметов Александр Владимирович. Повышение стоимости предприятия на основе реструктуризации бизнеса : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Волгоград, 2004 178 c. РГБ ОД, 61:04-8/3827

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы реструктуризации предприятия на основе оценки стоимости предприятия

1.1. Стоимость предприятия как критерий эффективности процесса реструктуризации бизнеса

1.2. Техники реструктурирования предприятий в условиях развития интеграционных процессов в рыночной среде

1.3. Взаимосвязь банковского и промышленного капиталов в процессах структурной реорганизации предприятий

Глава 2. Методология оценки предприятий в процессе его реструктуризации

2.1. Метод дисконтированных денежных потоков лак основной метод определения инвестиционной стоимости и стоимостного разрыва

2.2.Оценка риска принятия решений в процессе реструктуризации предприятий

2.3, Мониторинг процессов реструктуризации на основе стоимостной оценки капитала предприятия

Заключение 160

Список использованной литературы 164

Приложения 176

**Введение к работе**

В настоящее время реструктуризацию предприятий необходимо рассматривать как самостоятельный процесс экономических преобразований и объект государственного управления и регулирования. Процесс реструктуризации отечественных предприятий, как правило, представляет собой специальные масштабные преобразования их производственной и организационной сггруктуры, что формирует его отличительную особенность от реструктуризации бизнеса в развитых странах, где он является постоянным средством адаптации к изменяющимся условиям внешней среды.

Сложность, высокая степень неопределенности результатов реструктуризации бизнеса требует наличия всеобъемлющего критерия оценки эффективности этого процесса. В качестве такого критерия достаточно продолжительное время используется стоимость предприятия, так как ее оценка требует полной информации о планируемых преобразованиях, глубокого анализа неблагоприятных обстоятельств и благоприятных возможностей, с которыми сталкивается реструктурируемое предприятие. Реструктуризацию бизнеса можно считать успешной только тогда, когда она повышает стоимость предприятия. В то же время, стоимостная оценка предприятия позволяет выбрать наиболее рациональный

4 вариант структурной реорганизации на основе предполагаемых приращений стоимости.

Актуальность диссертационного исследования обусловлена

непосредственным влиянием реструктуризации бизнеса на эффективность функционирования предприятия в силу участия в создании его дополнительной стоимости. Кроме того, несмотря па активные разработки вопросов реструктуризации предприятий па основе оценки их рыночной стоимости в последние десятилетия, эта проблема требует дальнейшего всестороннего научного анализа, поскольку необходим выбор наиболее оптимального варианта реструктуризации бизнеса.

Степень разработанности проблемы. Теоретические и практические аспекты реструктуризации отечественных предприятий с разной степенью полноты рассматривались в трудах А. Алпатова, В. Балашова, А. Бивана, В. Бочарова^ М. Голубсва, А. Горбунова, А. Грязновой, И. Давыдовой,

A. Ежкина, С. Ильдеменова, В, Ирикова, В. Леонтьева, С. Леонтьева,  
И. Липсиц, И. Мазура? Н. Мильчаковой, М. Молиной, А. Нещадина,  
М. Одинцова, Л, Перекрестовой, С. Реброва, Н. Рудык, Е. Семенковои,

B. Тренева, М. Федотовой, В. Шапиро. Е. Шаффер, С. Эстрина и др.

Научные достижения большинства перечисленных ученых послужили базой для более глубокого изучения процесса реструктуризации предприятий с позиций системного подхода. Однако существует необходимость уточнения методов выбора и обоснования стратегии реструктуризации предприятий.

Для теоретико-методологической разработки вопросов стоимостной оценки капитала особый интерес представили работы И. Бланка, Г. Булычевой, С. Валдайцева, В. Галасюка, Е. Гришиной, А. Грязновой, В. Демниш, М- Захаровой, Б. Коласс, Е. Куколевой, М. Лимитовского,

C. Мордашова, В. Паламарчука, К. Рожнова? Л. Ревуцкого, Н. Степалыцука,  
М. Федотовой, В. Шакина, О. Щербаковой, Г.Александера, Дж. Бейли,  
Ю. Бриг%ема, Л. Гапеиски, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, Дж.

*5*Муррина, У. Паррамоу, Ш, Пратта, Т. Уотшема, Р. Холта, Дж. Ван Хорна, У. Шарпа и др. В процессе разработки предлагаемой концепции были использованы результаты исследований О. Иншакова, В. Ковалева, Г. Клейнера, Дж. Сороса, Е. Стояновой, В. Тамбовцева, А. Шеремета др.

При наличии большого количества. работ, посвященных реструктуризации предприятий, в том числе и на основе стоимостного подхода, сохраняется потребность в научной разработке комплекса теоретических, методологических и практических проблем выбора более эффективной стратегии реструктуризации предприятия, которая будет способствовать его прогрессивному развитию. В теоретическом плане интерес представляет исследование процесса реструктуризации с позиций системного и стоимостного подходов, а также рассмотрение его с точки зрения максимизации инвестиционной стоимости предприятия. Использование концепции реструктуризации бизнеса на основе только рыночной стоимости не позволяет всесторонне обосновать эффективность новой структурной модели бизнеса, В методологическом и практическом аспектах важное значение имеет разработка методов оценки риска принятия решений в процессе реструктуризации предприятий и системы их мониторинга на основе стоимостной оценки капитала предприятия.

Недостаточная изученность, актуальность, теоретическая и практическая значимость поиска методик оценки эффективности процессов реструктуризации промышленных предприятий определили выбор темы, цель исследования и его задачи.

**Цель исследования**заключается в разработке методического инструментария выбора стратегии преобразования промышленного предприятия па. основе теоретического обоснования методов повышения стоимости предприятия путем реструктуризации его бизнеса.

Осуществление поставленной цели потребовало решения следующих основных задач:

обосновать инвестиционную стоимость капитала как критерий эффективности процесса реструктуризации предприятия;

проанализировать наиболее распространенные техники реструктурирования предприятий в условиях развития интеграционных процессов в рыночной среде;

сформулировать основные направления совершенствования взаимодействия банковского и промышленного капиталов в процессах структурной реорганизации предприятий;

рассмотреть метод дисконтированных денежных потоков как основной метод определения инвестиционной стоимости предприятия;

предложить практические рекомендации, позволяющие оценить риск принятия решений в процессе реструктуризации предприятия;

охарактеризовать систему мониторинга процессов реструктуризации на основе стоимостной оценки капитала предприятия.

Предметом исследования стали экономические отношения, складывающиеся в процессе реструктуризации, в связи с созданием стоимости собственного капитала предприятия.

**Объект исследования**- промышленные предприятия региона, находящиеся в процессе реструктуризации.

**Теоретической и методологической основой**послужили теоретические положения, изложенные в работах отечественных и зарубежных авторов по исследуемым проблемам, нормативные документы Российской Федерации, касающиеся процессов реструктуризации и оценки бизнеса, В работе применялись научные методы и приемы научной абстракции; экономического, математического и финансового анализа; сравнения и аналогии; единства объективного и субъективного в развитии экономических процессов; статистического и математического моделирования.

**Информационно - эмпирической базой**явились экономические факты, установленные на основе данных статистических и финансово-

7 экономических изданий России и других стран, данные информационной сети Интернету материалы научных семипароп и конференций, статистические данные Госкомстата Российской Федерации и Волгоградской области, аналитические статьи отечественных и зарубежных ученых, данные финансовой отчетности отдельных предприятий Волгоградской области.

**Основныс положения диссертационного исследования,**выносимые на защиту:

1. Реструктуризация бизнеса представляет собой процесс, направленный на  
максимизацию стоимости собственного капитала предприятия посредством  
внутренних и внешних улучшений бизнеса, которые коренным образом  
меняют деятельность предприятия. В качестве главного критерия  
эффективности процесса реструктуризации бизнеса целесообразно  
использовать инвестиционную стоимость предприятия, так как именно  
данный стандарт стоимости в наибольшей мере учитывает и отражает  
интересы конкретных инвесторов, в отличие от имперсопалыюй рыночной  
стоимости.

1. Сравнение различных стандартов стоимости предприятия позволит определить наиболее приемлемую стратегию реструктуризации с учетом интересов и возможностей конкретных инвесторов, рыночной ситуации и реальной стоимости объекта. При выборе и обосновании вариантов реструктуризации собственнику целесообразно ориентироваться, прежде всего, на увеличение инвестиционной стоимости бизнеса относительно его фундаментальной стоимости. Рыночная стоимость бизнеса в данном случае служит дополнительным инструментом с целью сопоставления рыночной ситуации с предпочтениями конкретного инвестора.
2. Положительное решение о слиянии, поглощении или организации стратегического партнерства должно приниматься в случае положительной оценки приращения инвестиционной стоимости предприятия после укрупнения бизнеса. Холдинги позволяют реализовать задачи, не решаемые на уровне отдельного предприятия, оптимизировать связи между его

структурными элементами, снижают несистематический риск бизнеса, усиливают мультипликативный эффект результатов инвестиционных проектов.

4. Возрастает роль кредитио-банковской системы в процессе структурной  
реорганизации промышленных предприятий, что проявляется в интенсивном  
взаимодействии банковского и промышленного капиталов. В качестве  
основных направлений совершенствования взаимодействия промышленной  
и кредитно-банковской сфер обоснованы разработка системы финансовых  
льгот и стимулов, компенсирующих систематические и несистематические  
риски бизнеса, низкую прибьшь коммерческого банка при кредитовании  
инвестиционных проектов, осуществляющихся в рамках реструктуризации  
предприятия; упрощение процедуры регистрами имущества под залог;  
проведение комплекса мер в области бюджетной и налоговой политики,  
совершенствования правовых основ, защищающих интересы инвестора;  
рефинансирование под залог государственных ценных бумаг1;  
совершенствование форм и методов кредитования производственного  
процесса.

5. Структурное моделирование бизнеса позволяет применить  
стандартизированные оценочные технологии. Концепция доходного подхода,  
представленная методом дисконтированных денежных потоков, в большей  
степени отражает интересы инвесторов и соответствует сущности  
инвестиционной стоимости. Для определения рыночной стоимости бизнеса  
более предпочтительно использовать концепцию имущественного подхода,  
представленную методом стоимости чистых активов, нормативно-расчетным  
(нормативно-учетным) методом, или концепцию условно-денежных потоков  
(теорема G1B). Использование теоремы G1B для определения рыночной  
стоимости капитала более предпочтительно,

6. Оценка риска принятия решений в процессе реструктуризации  
предприятий возможна путем сопоставления ставки доходности капитала  
(ставки дисконта) и его цены. Если значение ставки дисконта, рассчитанной

9 по модели оценки капитальных активов, больше цены собственного капитала, рассчитанной как отнобієниє трансакциоппых издержек по привлечению и использованию капитала к его абсолютной величине, то риск осуществления процесса реструктуризации приемлем для инвестора (собственника бизнеса). Если значение ставки дисконта меньше цены собственного капитала, осуществление реструктуризации слишком рискованно и маловероятна окупаемость затрат инвестора (собствеитшіш бизнеса).

7. Мониторинг процессов реструктуризации представляет собой систему наблюдений, анализа, оценки, диагностики и корреіщии взаимодействия инвесторов и промышленных предприятий. Его основная роль заключается в отслеживании качественных и количественных изменений в функционировании предприятия при осуществлении процессов реструктуризации, обусловленных переходом из одного состояния в другое. Система вспомогательных показателей определяется целью и задачами инвестиционных проектов, осуществляемых в процессе реструктуризации, и включают в себя Q-фактор, предложенный Дж. Тобиным, А - фактор и коэффициенты, позволяющие сопоставить инвестиционную стоимость активов с их восстановительной и рыночной стоимостью.

Научная новизна полученных результатов состоит в следующем: доказана необходимость использования в качестве критерия эффективности повышения стоимости предприятия посредством внутренних и внешних улучшений бизнеса его инвестиционной стоимости и целесообразность сравнения инвестиционной, фундаментальной и рыночной стоимостей предприятия с целью выбора стратегии реструктуризации его бизнеса;

- дополнительно обоснованы с позиций стоимостного подхода преимущества холдинговых структур в условиях высокой неопределенности внешней среды бизнеса, которые проявляются в его дополнительной инвестиционной стоимости;

10 предложены направления совершенствования взаимодействия промышленной и кредитно-банковской сфер, способствующие повышению эффективности процессов структурной реорганизации предприятий, которые заключаются в реализации институциональных преобразований, снижении реальной ставки процента за. кредит, создании системы государственной поддержки инвестиционной деятельности;

- аргументирована необходимость использования метода дисконтированных  
денежных потоков для расчета инвестиционной стоимости собственного  
капитала предприятия с целью выявления эффективности процесса его  
реструктуризации, а для расчета рыночной стоимости бизнеса доказана  
предпочтительность концепции имущественного подхода;

сформулированы рекомендации, позволяющие оценить риск принятия решений в процессе реструктуризации предприятий для инвестора (собственника бизнеса), путем сопоставления ставки дисконта и цены капитала;

раскрыты роль и содержание мониторинга процесса реструктуризации обеспечивающего диагностику инвестиционной стоимости бизнеса, эффективность осуществляемых инвестиционных проектов и коррекцию механизма взаимодействия инвесторов и реструктурируемого предприятия, реализующегося путем непрерывного наблюдения за качественными изменениями и: финансовыми характеристиками предприятия.

**Теоретическая и практическая значимость работы.**Теоретическая значимость диссертационного исследования определяется тем, что научные и практические проблеми, поднимаемые в нем, непосредственно связаны с решением конкретных задач промышленных предприятий России, пониманием сущности и целей оценки бизнеса в процессе реструктуризации. Предложенный критерий эффективности структурной реорганизации предприятия развивает теоретические основы стоимостного подхода *к*реструктуризации бизнеса, дополняет предметную область исследования проблем оценки бизнеса.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в систематизации стратегий реструктуризации на основе сопоставления различных стандартов стоимости предприятия, разработке рекомендаций по оценке риска принятия решений в процессе реструктуризации предприятий, системы мониторинга процессов реструктуризации на основе стоимостной оценки капитала предприятия, позволяющего сформировать систему раннего обнаружения проблем, возникающих в процессе структурной реорганизации бизнеса, использование которой позволит повысить эффективность реализации выбранной стратегии. Отдельные положения диссертации могут быть использованы в качестве учебного материала при чтении курсов «Оценка бизнеса», «Финансы предприятий».

**Апробация**результатов **исследования.**Основные положения и выводы диссертации прошли апробацию на Всероссийской научно-практической конференции «Социально-экономическое развитие России в XXI веке» (г.Пенза), на региональной научно-практической конференции в рамках научной сессии Волгоградского государственного университета. Результаты диссертационного исследования использованы при выборе и обосновании варианта реструктуризации ОАО «Пласткард».

**Публикации.**По материалам диссертации опубликовано 5 научных работ общим объемом 1,9 п,л.

## Стоимость предприятия как критерий эффективности процесса реструктуризации бизнеса

В последнее время широко используются понятия «реформирование» и «реструктуризация», однако часто происходит смешение этих понятий и использование однобоких трактовок. Так, в частности, в сборнике официальных документов реформирование определяется как изменение принципов действия предприятий, направленное на их реструктуризацию1, а в типовой программе реформы предприятия говорится о достижении цели реформирования путем реструктуризации2. Опираясь на официальные трактовки, многие авторы или деяают вывод о том, что реструктуризация является основным средством реформирования предприятия, или ставят рядом понятия «реформирование» и «реструктуризация», и относят реформирование к стратегии и реорганизации предприятия, а реструктуризацию определяют как изменение счруктуры предприятия и создаваемой им продукции3. Конечно, во многом трудно не согласиться с взглядами авторов монографий, но с большей долей уверенности можно утверждать, что реструктуризация - это одно из средств повышения эффективности финансово-хозяйственной деятельности, которое является всего лишь частью общей программы реформирования.

Одинцов М.В., Ежкин А.В пишут о том; что в современной теории и практике понятие реформирование предприятий охиатывает многочисленіїьте направления хозяйственной деятельности и ее преобразований, в рамки которых они включают различные изменения в сфере производства и сбыта продукции, изменения формы собственности (подразумевая изменение состава акционеров, создание СП, ФПГ, холдингов) и реструктуризацию. В даішом случае определение реформирования является достаточно полным и всеобъемлющим однако, с точки зрения авторов данной статьи, нецелесообразно разделять процессы реструктуризации и изменения формы собственности, так как реструктуризация, как правило, обязательно сопровождается изменением состава акционеров, заменой акционерной собственности на частную, или наоборот, а также созданием структур, представляющих смешанную форму собственности. Поэтому изменение формы собственности является скорее следствием реструктуризации, чем самостоятельным процессом реформирования предприятия.

Реструктуризация представляет собой процесс, который направлен на коренное изменение в деятельности предприятия, управления, структуре финансов. При этом структурная перестройка предприятия, обеспечивающая более эффективное функционирование всех факторов производства, ориентирована на создание комплекса бизнес-единиц, то есть отдельно управляемых подразделений комплекса. К числу наиболее важных факторов, изменение которых может явиться основанием для реструктуризации, относятся выбор повой организационной структуры управления; радикальный пересмотр состава и структуры инвестиций предприятия и др.

## Техники реструктурирования предприятий в условиях развития интеграционных процессов в рыночной среде

Слияния и поглощения промышленных предприятий стали одним из наиболее характерных путей развития российского бизнеса. Этот процесс в современных условиях становится явлением обычным. За последнее десятилетие увеличилось не только количество сделок по слиянию и поглощению, но и общая сумма и размеры сделок. Строятся вертикально и/или горизонтально интегрированные финансово-промышленные группы, дезинтеграция предприятий сменяется синтезом новых связей. К концу 2000 года общий размер мирового рынка слияний и поглощений компаний компаний превысил 3 трлн.долларов США , Кстати, необходимо отметить, что на 2000 год пришелся пик волны интеграции, после чего закономерно наступает некоторый спад. Так, за неполный 2002 год общий объем сделок в мире сократился на 24% в сравнении с 2001 годом10. Однако тенденция, существующая в сфере слияний и поглощений, в России с начала 1999 года противоположна мировой. Объем сделок по интеграции за весь этот период (с 1999 года по 2003 год) вырос на 256%, а в 2002 году относительно 2001 года — на 33%". Подобное противоречие обусловлено приоритетом существующих задач в развитии бизнеса» Как правило, посредством слияния и поглощения компании могут значительно увеличить эффективность своей деятельности за счет экономии на текущих издержках, оптимизации управления и повышения конкурентоспособности, что в период становления российского бизнеса является наиболее приоритетным и актуальным.

В связи с этим особую актуальность приобретают техники реструктурирования за счет расширения бизнеса, которые реализуются в настоящее время, как правило, посредством слияния и поглощения (присоединения).

Если обратиться к учебникам по финансовому менеджменту, окажется, что слиянием и поглощением, с точки зрения мировой практики, является нечто иное по сравнению с тем, что привыкли этими терминами обозначать в нашей стране.

## Метод дисконтированных денежных потоков лак основной метод определения инвестиционной стоимости и стоимостного разрыва

В первой главе мы показали, что стоимость капитала целесообразно использовать в качестве критерия эффективности процесса реструктуризации предприятий, причем из всех существующих стандартов стоимости наиболее приемлемым для решения этой задачи является инвестиционная стоимость бизнеса. Динамика изменения данного показателя характеризует не только качество управленческих решений, принимаемых руководством в процессе структурной реорганизации предприятия, но и степень его инвестиционной привлекательности.

Кризисная ситуация на большинстве реструктурируемых российских предприятий отсутствие инвестиций, низкая платежеспособность, вследствие трудного финансового положения, неразвитость фондового рынка и т.п. создают трудности в определении стоимости собственного капитала, решение которых требует адаптации существующих методов оценки бизнеса с учетом перечисленных, негативных факторов.

В оценке бизнеса используется три подхода: доходный, имущественный и сравнительный. Доходный подход ориентирован на оценку перспектив предприятия и предполагает оценку прежде всего не имущества оцениваемого объекта, а доходовэ которые может принести данное имущество. Имущественный подход основан на оценке активов предприятия, то есть того имущества, которым оно владеет. Сравнительный подход ориентирован на анализ спроса и предложения, которые сложились на рынке относительно акций оцениваемого предприятия. Каждому подходу соответствуют определенные методы (рис.8).

В процессе оценки предприятия должны применяться все три подхода, которые представлены одним из его методов. Использование одновременно нескольких методов обусловлено прежде всего необходимостью разносторонней оценки объекта для окончательного заключения о стоимости предприятия. На практике отечественные оценщики, как правило, используют имущественный и доходный подходы, так как статистическая база для использования сравнительного подхода к оценке капитала в нашей стране еще не создана.

Недостатки имущественного и доходного подходов сегодня уже хорошо известны. Так, например, осовременивание разновременных затрат и износа производственных основных фондов в долгосрочной ретроспективе при имущественном подходе приводит к весьма неопределенным результатам опенки стоимости бизнеса. Еще более неопределенные результаты оценки капитала дает прогнозирование на период пять и более лет практически непредсказуемых показателей чистой прибыли, дивидендов, изменения потребности в собственном оборотном капитале, темпов инфляции, при этом отдельной проблемой является установление соответствующих коэффициентов капитализации или дисконтирования денежных потоков.

Основное следствие неопределенности оценок стоимости капитала предприятий при применении перечисленных подходов проявляется в большом разбросе окончательных величин., получаемых разными оценщиками. Наглядным примером может служить оценка акций АО «Калужский станкозавод» в связи с его реорганизацией путем присоединения к ОАО «КЗАЭ». «Акционеры, несогласные с данным решением общего собрания, обратились в суд с иском, в котором содержалось требование выкупа акций по цене, соответствующей их рыночной стоимости. В суд были представлены два отчета, содержащие результаты оценки стоимости акций Калужского станкозавода» Стоимость акций в одном отчете составила 24 копейки, а в другом - 35 рублей. Московский районный суд г. Калуги по результатам рассмотрения дела принял решение о выкупе акций по цене 35 рублей. Судебная коллегия по гражданским делам Калужского областного суда подтвердила решение суда первой инстанции. Таким образом, произошел судебный прецедент, одним из результатов которого является прямое подтверждение обоснованности метода (метода чистых активов -примечание автора), который был использован при оценке стоимости акций» .