Умняшкин, Дмитрий Александрович. Реструктуризация компаний в России на основе оценки стоимости бизнеса : На примере телекоммуникационных компаний : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. - Москва, 2005. - 175 с. : ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Рыночная стоимость компании как критерий реструктуризации бизнеса

1.1. Стратегическая реструктуризация компаний как инструмент создания стоимости

1.2. Стоимостной подход в управлении компанией 42

66

1.3. Факторы, влияющие на рыночную стоимость компании 54

Глава 2. Анализ мировой практики слияний и поглощений на телекоммуникационном рынке и его особенности 66

2.1. Анализ особенностей развития мирового телекоммуникационного рынка

2.2. Особенности слияний и поглощений в России 78

2.3 Анализ развития телекоммуникационной отрасли России 88

106

Глава 3. Стратегическая реструктуризация телекоммуникационных компаний России на основе оценки рыночной стоимости 106

3.1. Особенности и риски приобретения и интеграции телекоммуникационной компании в России

3.2. Особенности оценки стоимости телекоммуникационных компаний при стратегической реструктуризации

3.3. Модель «Остаточного дохода» как инструмент оценки

стоимости телекоммуникационных компаний при слияниях и 127

поглощениях

Заключение 155

Библиографический список использованной литературы 161

Приложения 171

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**

Потребность в реструктуризации предприятий повседневно возникает на разных этапах их развития. В условиях рыночных преобразований, происходящих в стране, российские компании стремятся искать новые возможности, позволяющие развиться в полноценный прибыльный бизнес с высокой капитализацией. Стремление быстро принимать меры под влиянием рыночных сил, требующих роста и повышения конкурентоспособности, побуждает компании делать акцент на выполнение основной задачи как оперативной, так и стратегической реструктуризации, - повышение инвестиционной привлекательности компании.

Стратегическая реструктуризация компаний через слияние и присоединение (или поглощение) всегда включает в себя все элементы оперативной реструктуризации, в частности изменение ассортимента производимой продукции и услуг, ценообразование, рекламу, систему сбыта, кадры, управление, бизнес-процессы.

Без стратегической реструктуризации компаний зачастую невозможен устойчивый рост, особенно в области телекоммуникации. Это связано с повышением конкуренции на телекоммуникационном рынке, снижением для новых компаний входных барьеров в отрасль, либерализацией рынка дальней связи, с процессами глобализации.

Количество и объем сделок по слияниям и поглощениям компаний с участием российских предприятий за последние годы стремительно возросли. В 2004 году объем таких сделок на российском рынке составил $22 862.6 млн. и на 20% превысил показатель 2003 года ($19 349.8 млн.). Количество сделок в 2004 году по сравнению с предыдущим годом увеличилось на 33% и составило 239 (против 180 в 2003 г.).

В России в 2004 году наибольшее число сделок было заключено в нефтяной промышленности (9,7%), пищевой (9,7%) и телекоммуникационных (9,2%)

отраслях. По сумме сделок в 2004 г. лидировала нефтегазовая отрасль (61,59 %) и отрасль связи (7,71%)1.

В нашей стране процессы стратегической реструктуризации предприятий, основанные на управлении стоимостью компаний, являются относительно новым объектом изучения, и потому нуждаются в дальнейшей разработке. Кроме того, анализ финансовых последствий 500 крупных сделок во всем мире показал, что около трети компаний, образованных в результате слияния и поглощения, не смогли создать дополнительную стоимость2, то есть управление компаниями, нацеленное на создание стоимости не являлось эффективным. Зачастую это связано с неправильной оценкой рыночной стоимости компаний, с выбором неправильной стратегии развития и неудачной интеграцией компаний.

В связи с вышеизложенными обстоятельствами возникает необходимость совершенствования применяемых подходов к оценке рыночной стоимости телекоммуникационных компаний в процессе стратегической реструктуризации, что и определяет актуальность диссертации.

Степень разработанности проблемы

При подготовке и проведении работы над диссертацией использовались работы современных российских ученых: Александрова Г.А., Беляева С.Г., Белых Л.П., Валдайцева СВ., Градова А.П., Грязновой А.Г., Егерева И.А., Есипова В., Кошкина В.И., Мазура И.И., Мацкуляка И.Д., Попова С.А., Таля Г.К., Федотовой М.А., Шапиро В.Д., в которых отмечается системный подход к вопросам проведения реструктуризации предприятий в переходной экономике, глубокий структурный и факторный анализ данных проблем.

В диссертации в качестве базовых источников анализа активно использовались труды таких видных зарубежных исследователей, как: Бишоп Д.М., Гохан П., Десмос Г.М., Кордон К, Коупленд Т.Е, Марковиц Г., Сировер М., Томсон А., Уэст Т., Уолш К., Феррис К., Фостер К, Фишмен Д., Эванс Ф.Ч. и других, посвященных исследованию различных проблем реструктуризации компаний.

1 По данным журнала "Слияния и поглощения" - Итоги 2004 года на рынке М&А. Бруславская М., Путилин  
Д.

Большинство работ в данной области посвящено изучению различных преобразований организационного, производственного, финансового характера в виде комплекса мероприятий для проведения реструктуризации. Однако в них слабо развиты теоретические положения и практические рекомендации по оценке рыночной стоимости бизнеса при стратегической реструктуризации с учетом особенностей функционирования российских телекоммуникационных компаний. Отсутствуют работы, в которых рассматриваются особенности и риски, возникающие при сделках по слияниям и приобретениям телекоммуникационных компаний в России, и в которых сформулированы причины неудачных сделок. Практически нет разработок по анализу преимуществ и недостатков существующих подходов и методов оценки рыночной стоимости телекоммуникационных компаний в России в целях стратегической реструктуризации.

**Цель и задачи диссертации**

**Цель**диссертации состоит в разработке комплекса теоретических положений и практических рекомендаций по совершенствованию оценки рыночной стоимости бизнеса при стратегической реструктуризации адаптированных к особенностям функционирования российских телекоммуникационных компаний.

Для достижения намеченной цели были поставлены и следующие **задачи:**

уточнить понятийный аппарат стратегической реструктуризации;

определить показатели, отражающие эффективность управления компанией с точки зрения изменения стоимости;

провести анализ финансово-экономических, бухгалтерских, налоговых, психологических и многих других факторов, действующих на рынке, и выявить степень их воздействия на рыночную стоимость компаний в процессе стратегической реструктуризации;

выявить основные особенности функционирования компаний отрасли связи и тенденции ее развития в мире и в России;

выявить особенности и риски, возникающие при сделках по стратегической реструктуризации телекоммуникационных компаний в России и сформулировать причины неудачных слияний и поглощений компаний связи;

провести анализ существующих подходов и методов оценки рыночной стоимости телекоммуникационных компаний в целях стратегической реструктуризации и выявить их преимущества и недостатки;

разработать предложения по совершенствованию действующих методов оценки рыночной стоимости бизнеса с учетом особенностей стратегической реструктуризации телекоммуникационных компаний в России.

Поставленные задачи предопределили построение исследования.

**Объектом исследования**являются процессы реструктуризации

телекоммуникационных компаний.

**Предмет исследования**- подходы и методы оценки бизнеса, используемые при стратегической реструктуризации.

**Методологические основы исследования**В процессе работы были использованы общенаучные методы, в том числе системный подход к исследуемым процессам, а также ключевые положения отечественных и зарубежных экономистов, посвященных теории и практике реструктурирования в целях увеличения рыночной стоимости капитала компании. Хронологические рамки диссертации охватывают преимущественно 1990-2005 г.г. В ряде случаев для проведения сравнительного анализа использовались материалы, относящиеся к более ранним периодам.

В качестве фактологической и статистической базы использовались работы российских ученых и зарубежных исследователей, периодические справочные издания Мирового банка, ЮНКТАД, Всероссийского научно-исследовательского конъюнктурного института, опубликованные материалы Минэкономразвития России, ГТК России, Госкомстата России, мировых консалтинговых фирм.

Работа выполнена в соответствии с пунктом 7.4 специальности 08.00.10 -«Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта специальностей ВАК.

**Научная новизна**настоящего исследования заключается в разработке концепции реструктуризации телекоммуникационных компаний на основе оценки стоимости бизнеса и состоит в следующем:

1. Усовершенствован понятийный аппарат - уточнено определение стратегической реструктуризации бизнеса как комплексного процесса,

включающего выявление и реализацию новых скрытых стратегических инициатив; уточнено определение понятия «Стоимостного разрыва» как взаимосвязи между изменениями показателей EVA «до и после» сделки и «Чистой стоимостью сделки».

1. Определены и систематизированы факторы создания рыночной стоимости в процессе стратегической реструктуризации телекоммуникационных компаний России, в частности, краткосрочная синергия, появление скрытых возможностей объединенной компании и реализация ее новых стратегических инициатив.
2. Проведена классификация основных причины неудачных сделок по слияниям и поглощениям телекоммуникационных компаний; определены риски подобных сделок и разработаны предложения по их минимизации и увеличению эффективности стратегической реструктуризации.
3. Определены основные особенности оценки рыночной стоимости телекоммуникационных компаний России в процессе стратегической реструктуризации, в частности трудность прогнозирования денежных потоков на длительный период, высокая доля нематериальных активов в стоимости компаний, высокая зависимость стоимости основных средств от развития технологий, необходимость определять стратегию развития компании на основе оценки стоимости бизнеса
4. Обобщены недостатки оценки на основе общепринятых методов, в частности снижение точности планирования денежных потоков, невозможность отслеживать интеграционные успехи компаний и «окупаемость» приобретения; обосновано, что методы традиционной оценки не могут быть должным образом использованы для формирования стратегии развития компаний.
5. Разработаны и научно обоснованы предложения по совершенствованию методов оценки телекоммуникационных компаний при стратегической реструктуризации. Дополнена методика «Остаточного дохода» путем расчета рыночной стоимости компаний в постпрогнозном периоде, найденное через «коэффициент выхода»: «(Стоимость - Балансовая стоимость чистых активов) / EVA».

**Практическая значимость результатов исследования**заключается в том, что ряд положений, выводов и полученных научных результатов ориентированы на широкое использование в работе телекоммуникационных компаний России.

Практические предложения, сформулированные в диссертации, могут оказать существенную помощь в поиске индивидуальных путей развития и повышения стоимости компаний этой отрасли. Некоторые выводы представляют интерес для реализации оптимальных стратегий в разработке и принятии адекватной программы преобразований и возможности предприятиям и компаниям корректировать свои долговременные планы развития.

Практически значимыми являются:

предложение использовать для оценки рыночной стоимости компаний отрасли связи при стратегической реструктуризации дополненной методики «Остаточного дохода»;

рекомендации по увеличению стоимости компаний при их стратегической реструктуризации, в том числе за счет косвенной и финансовой синергии;

предложения по минимизации несистемных рисков компаний связи при слияниях и поглощениях.

## Стратегическая реструктуризация компаний как инструмент создания стоимости

Реструктуризация компаний в мировой практике направлена в первую очередь на достижение максимальной эффективности в деятельности компании.

В экономической литературе в последнее время используется ряд понятий «реформирование», «реорганизация», «реструктуризация», «рекапитализация», «реинжиниринг» предприятий и компаний.

Для российской экономики процесс реструктуризации компании в целях увеличения стоимости бизнеса - относительно новый объект изучения. Поэтому в последнее время к данному вопросу обращаются все больше авторов и предлагают свою трактовку понятия и сущности реструктуризации.

В частности, Г.А. Александров, М.Д. Аистова рассматривают реструктуризацию как наиболее радикальный способ преобразований предприятий, связанный с изменением структуры хозяйственной организации (активов, собственности, финансов, управления, кадров и др.). При этом реструктуризация используется как в качестве средства и инструмента в процессе антикризисного управления, так и при решении разного рода задач, связанных с поддержанием конкурентного статуса компании и повышением эффективности ее финансирования.

В работе А.З. Бобылевой4 реструктуризация исследуется как процесс, направленный на финансовое оздоровление фирм с позиций государственного регулирования. Предлагается проведение комбинации связанных между собой мер по выходу из кризисной ситуации в виде оперативной и стратегической реструктуризации, которые классифицируются как реструктуризация имущества и его источников (активов и пассивов), финансовой деятельности и управления.

А.К. Тутунджян рассматривает реструктуризацию предприятий как объективно обусловленный процесс структурной адаптации данной экономической системы к условиям трансформирующейся среды5.

Изучая особенности проведения реструктуризации, многие специалисты уделяют повышенное внимание отраслевым аспектам. В работе Л.П. Страховой и Г.В. Бутковскои реструктуризацию связывают с проведением комплекса мероприятий организационного, технического, финансового характера, позволяющих предприятию восстановить свою конкурентоспособность6.

К. Кордан, Т.Долмэн и М. Ванденборт рассматривают процесс реструктуризации как проактивно осуществляемый разрыв с существующим статус-кво, а не просто «затягивание пояса» в компании или улучшение текущих операций. В результате проведенной реструктуризации компания должна не только лучше работать, а производить современные продукты7.

Л. Волдачек под реструктуризацией предлагает комплексные и взаимосвязанные изменения структур, обеспечивающие функционирование предприятий в целом8. В свою очередь А. Евсеев к реструктуризации относит любые изменения в производстве, структуре капитала или собственности, не являющиеся частью повседневного, делового цикла компании9.

И.А. Егерев в своих работах в качестве критерия оценки эффективности реструктуризации рассматривает стоимость собственного капитала предприятия и на его базе определяет подходы к принятию решений о выборе направлений ее проведения

Американские специалисты по слияниям и поглощениям Р. Фостер и А. Лажу рассматривают реструктуризацию как рекапитализацию . Планы владения акциями - ESOP используются в качестве инструмента рекапитализации. В рамках этого плана осуществляются покупки акций на открытом рынке или у компании, что превращает работников и менеджеров в совладельцев. Привлекая займы для приобретения акций, ESOP может способствовать организации финансирования рекапитализации.

П. Гохан исследовал методы реструктуризации бизнеса в нынешних рыночных условиях, включая слияния и поглощения, продажу частей бизнеса, реорганизацию и выкупы с использованием долгового финансирования. Реорганизация стала методом корпоративной реструктуризации, которая при определенных обстоятельствах может принести проблемной компании значительные выгоды. При этом реструктуризация корпорации может принимать различные формы: дивестирование, расщепление капитала, «отпочкование», отделение и разделение. Суть подхода состоит в том, что реструктуризация корпораций оправдана лишь в том случае, когда текущая структура корпорации не приносит стоимости, соответствующей ожиданиям рынка или руководства12.

Обобщая трактовки понятия «Реструктуризации компаний» нужно отметить, что она должна вызывать устойчивые положительные краткосрочные и долгосрочные изменения в деятельности компании, результатом которых будет рост рыночной стоимости компании. Конкретное содержание самого процесса реструктуризации определяется в зависимости от того, какая форма реструктуризации проводится: оперативная или стратегическая.

Оперативная реструктуризация направлена на улучшение результатов деятельности компании в краткосрочной перспективе. Стратегическая реструктуризация направлена на улучшение результатов деятельности компании в долгосрочной перспективе, на реализацию стратегических инициатив.

## Анализ особенностей развития мирового телекоммуникационного рынка

Как уже отмечалось в первой главе данной работы, однозначно можно утверждать, что компании сливаются и поглощаются по целому ряду причин. Еще в 1890-х годах отмечались слияния и поглощения, когда компании США пытались получить монопольную власть в своих отраслях путем формирования трестов.

В 1970-х годах наблюдались слияния, прошедшие в результате попыток диверсификации бизнеса и снижения рисков. Так были созданы многие известные конгломераты и холдинговые компании, занимающиеся одновременно самыми разными видами бизнеса. («General Electric» - яркий и наиболее успешный пример слияний).

В 1980-х годах произошла следующая волна слияний и поглощений, но уже по совершенно другим причинам. Тот период характеризовался относительно высокой инфляцией и высокой стоимостью заемного капитала. Поэтому многие компании сливались, чтобы снизить стоимость их финансирования, которая в ряде случаев достигала 25-30%, или для увеличения своих размеров и получения, таким образом, преимуществ экономии в масштабе, связанной с большими объемами производимой продукции.

В последнее десятилетие появились новые обоснования причин слияний и поглощений. Некоторые компании поглощали фирмы с целью получения нематериальных активов, которые представляли собой определенные знания и технологии менеджмента. Такие приобретения были особенно многочисленны в конце 1990-х годов (таблица 2.1). Кроме того, с расширением и углублением процессов глобализации многие компании рассматривали слияния и поглощения как самый быстрый способ войти на новые рынки, что являлось средством их защиты в мировой экономике. И, наконец, некоторые компании рассматривали эти процессы как средство свертывания или консолидации отраслей с большим количеством участников рынка и повышения доходности бизнеса. Эта волна сделок была поистине международной. Примерами такого развития компаний были в частности следующие отрасли промышленности: энергетика (ВР Amoco Ріс. и «Exxon Mobil»), телекоммуникации («AT&T» и «Media one»), фармацевтика («GlaxoWellcome» и «Smithkline»), автомобильная промышленность (слияние «Daimler», «Chrysler» и «Ford», «Volvo» и «Jaguar»). В этом же периоде в 2000 году на рынке телекоммуникационных технологий было зафиксировано крупнейшее слияние и поглощение «Vodafone Group» (Великобритания) «Mannesman» (Германия) - сумма сделки 167 млрд. долл.

## Особенности и риски приобретения и интеграции телекоммуникационной компании в России

Рост стоимости телекоммуникационных компаний России достаточно сильно зависит от наличия ориентированной на нее инвестиционной политики фирм, в том числе при приобретении и продаже материальных и нематериальных активов. Как уже отмечалось выше, современные слияния и поглощения не являются сами по себе конечной целью преобразований, а служат всего лишь средством для увеличения стоимости компании.

Не удивительно, что максимального соответствия международной практике слияний и поглощений добились те российские телекоммуникационные компании, которые были ориентированы на рост за счет привлечения финансирования на международных фондовых рынках. Их целью является увеличение рыночной стоимости бизнеса для акционеров, и как следствие, рост котировок на их акции. Эти компании решительно избавляются от непрофильных и нерентабельных активов и практикуют слияния и поглощения в рамках основного бизнеса. Так, холдинг Голден Телеком продал свои активы мобильной связи в России85, сконцентрировавшись на фиксированной связи, передаче данных и предоставлении услуг доступа в интернет. Значительные изменения претерпевают и многие диверсифицированные группы. В последние два-три года наметился переход от конгломератов к более упорядоченным холдинговым и вертикально-интегрированным структурам. Диверсифицированные группы определяются с окончательным набором отраслей присутствия, стараясь вести поглощения с учетом уже имеющихся навыков, возможностей и активов, они формируют критерии отбора кандидатов на слияния и поглощения (например, Альфа-Телеком).

В практике слияний и поглощений очень важно уметь выделять компании-мишени среди множества других компаний, находящихся на рынке, которые потенциально подходят для инвестирования. В удавшихся поглощениях, как правило, приобретается не лидер отрасли и не самая отсталая компания, а вторая или третья по показателям эффективности компания. Объясняется это несколькими причинами.

Во-первых, за лучшую компанию приходится очень дорого платить, а отсталую компанию, пусть и недорогую, редко удается превратить в высокоэффективное предприятие.

Во-вторых, это связано с тем, что стоимость известных компаний может быть переоценена. Акции таких компаний не обязательно будут расти в цене. Все это объясняется тем, что известные, растущие компании исторически считаются компаниями, которые имеют рост продаж и доходов выше среднего по отрасли. Ожидания инвесторов вряд ли будут превышены.

Риски телекоммуникационной отрасли

Если рассматривать телекоммуникационную отрасль России сегодня с точки зрения определения потенциальных компаний-мишеней для приобретения, то компании связи можно условно разделить на две группы:

Первая группа компаний, это компании, чьи акции котируются на международных или российских фондовых рынках и которые входят в международные холдинги или принадлежат к публичным компаниям.

Вторая группа компаний, это относительно небольшие частные телекоммуникационные компании, которые отличаются достаточной закрытостью информации о собственниках, финансовом состоянии и т.д.

Проведенный во второй главе диссертации анализ развития отрасли связи в России показал, что основной упор главных игроков российского телекоммуникационного рынка делается на неизвестные региональные частные компании связи. Основные различия между оценками публичных и частных компаний заключается, прежде всего, в доступности и надежности финансовой информации. Некоторые из этих различий обусловлены усилиями компаний, особенно частных, по минимизации налогооблагаемого дохода. Также не следует забывать о том, что от публичных компаний требуется раскрытие особым образом определенных финансовых данных, а вот частные компании с такими требованиями не сталкиваются86.

Преднамеренное увеличение расходов частной компании является наиболее часто используемым методом минимизации налогооблагаемого дохода в России. Увеличение расходов обычно происходит по статьям дискреционных затрат: компенсация руководящим работникам, поездки и развлечения, расходы на автотранспорт и сотовую связь, завышенные арендные платежи и т.д. Все эти завышения влияют на финансовые показатели компании, на ее возможную оценку рынком, а также на расчет стоимости бизнеса. Реальная же рентабельность бизнеса таких компаний определяется путем обратного увеличения налогооблагаемого дохода.