**11.2. Корпоративное реструктурирование**

Внешнее развитие предприятия основано на купле (продаже) активов, подразделений, слияниях и поглощениях, а также видах деятельности по сохранению корпоративного контроля. Стратегическая цель — повыше­ние стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры акти­вов; аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса и со­хранение корпоративного контроля.

Возможность реструктурирования появляется тогда, когда между сто­имостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей сто­имостью), и потенциальной стоимостью, достижимой при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостной разрыв.

**Стоимостной разрыв** — разница между текущей стоимостью предприя­тия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия пос­ле реструктуризации:

NPVC = [D(PN)n + (ЕЕ)n - (I)n+ (T)п]r,

где *NPVC* — чистая текущая стоимость эффекта реструктурирования;

*D(PN)n* — дополнительная прибыль от реструктурирования;

*п* — период времени после реструктуризации;

*(ЕЕ)п* — экономия производственных издержек и дополнительная прибыль за счет диверсификации производства;

*(I)п* — дополнительные инвестиции на реструктурирование;

*(Т)п* — прирост (экономия) налоговых платежей;

*r* — коэффициент текущей стоимости.

В качестве базовой модели расчета стоимости предприятия в целях ре­структурирования применяется метод дисконтирования денежных пото­ков, так как данный метод является единственным, позволяющим учиты­вать будущие изменения в денежных потоках предприятия.

При оценке предполагаемого плана реструктурирования необходимо составить прогноз чистых денежных потоков после уплаты налогов, свя­занных с текущей деятельностью компании, без учета финансовых издер­жек реорганизации. В данном случае реструктуризацию можно рассмат­ривать как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

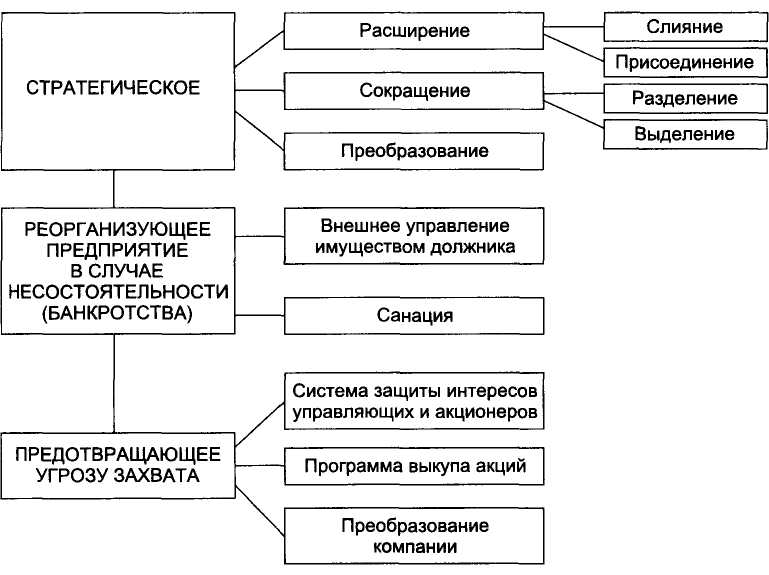
*Корпоративное реструктурирование подразумевает изменения в структуре капитала или собственности, не связанные с операционным (деловым) циклом компании и основанные на использовании факторов внешнего роста капитала.*

 В России реорганизация акционерного общества может быть осуще­ствлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования (в соответствии с Законом «Об акционерных обществах», 1995 г.).

Какие причины вызывают необходимость поиска источников внешних факторов развития предприятия?

Первая и очевидная причина — это потенциал, заложенный в действу­ющем бизнесе, который был определен ранее как стоимостной разрыв. Многие предприятия, активно используя стратегии внутреннего роста для максимальной реализации намеченных планов, а также сохранения ком­пании как действующей, стремятся привлечь факторы внешнего роста. Данное направление процесса реструктуризации получило название «стра­тегическое направление».

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктуриро­вания включают: расширение (слияние, присоединение); сокращение (раз­деление, выделение); преобразование акционерного капитала (рисунок 1).



**Рис. 1.** Направления реструктуризации (реорганизации) бизнеса

При стратегическом направлении целью **расширения** является увели­чение стоимости акционерного капитала за счет:

• приобретения действующих предприятий (легче приобрести контроль за действующим предприятием, чем создать новое);

•  получения управленческих, технологических, производственных вы­год в случае объединения различных компаний (эффект дополнения, когда система восполняет недостающие элементы);

•  возможного эффекта диверсификации и снижения совокупного риска при объединении компаний различного профиля деятельности;

•  конкурентного потенциала в результате упрочения позиций объеди­ненной компании на рынке;

•  синергического (системного) эффекта, который возникает в том слу­чае, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.

*Слиянием* обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с пре­кращением деятельности последних. Общества, участвующие в слиянии, заключают договор о слиянии, в котором определяются порядок и усло­вия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в ак­ции и (или) иные ценные бумаги нового общества. Вопрос о реорганиза­ции общества в форме слияния выносится на решение общего собрания акционеров обществ, участвующих в слиянии, выбирается Совет директо­ров вновь возникающего общества.

*Присоединением* общества признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу. Общества, осуществляющие объединение, заключают договор, в котором определяют порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества. Вопрос о реорганизации в форме присоединения и об утверждении выносится на решение общего собрания акционеров. Все права и обязанности присоединяемого обще­ства переходят к присоединяющему.

В мировой практике накоплен значительный опыт по реализации и оценке сделок по слиянию (присоединению). Данные сделки проводятся под контролем антимонопольного комитета и должны удовлетворять сле­дующим условиям:

•  в обмене с обеих сторон участвуют обыкновенные акции;

•  запрещены условные платежи;

•  компания, участвующая в сделке, должна иметь опыт работы как са­мостоятельная единица не менее двух лет;

•  поглощаемая компания не должна избавляться от значительной доли активов присоединенной компании в течение двух лет;

•  для принятия решения требуется согласие, как правило, не менее 2/3 акционеров.

Вместо слияния (присоединения) компания может прибегнуть к покуп­ке акций интересующей фирмы и получить контроль над ней; акции мож­но покупать постепенно, не вызывая повышения цен на них и не имея со­гласия акционеров.

*Холдинговой компанией* (холдингом) признается предприятие, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций другого предприя­тия, причем дочернее предприятие независимо от размера пакета его ак­ций, принадлежащего холдинговой компании, не может владеть акциями холдинговой компании в какой бы то ни было форме.

Преимущество холдинга заключается в том, что он позволяет получить контроль над другой компанией при меньшем объеме инвестиций, чем при слиянии. Кроме того, акции можно скупать постепенно, не требуя согла­сия акционеров и не провоцируя информационный эффект объединения. Нагромождая холдинговые компании, можно использовать эффект финан­сового рычага применительно к контролируемым активам и прибыли до определенного предела, когда сложно управлять разветвленной компани­ей и происходит распыление средств.

С юридической точки зрения материнская компания владеет акциями дочерней компании, ей не принадлежат активы дочерней компании, и она, как правило, не несет ответственности по обязательствам дочерней компа­нии, хотя может предоставлять гарантии по ним.

*Зависимым* обществом считаются такие, деятельность которых контро­лируется основным, доля капитала основного общества составляет от 20 до 50%. Это обстоятельство позволяет оказывать существенное влияние на решения, принимаемые в компании-эмитенте.

Целью **сокращения** является выбор стратегического направления раз­вития компании с мобилизацией всех возможных внутренних резервов и привлечением внешних источников роста.

*Разделением* акционерного общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выно­сит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации об­щества в форме разделения, порядке и условиях этой реорганизации и в порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции и (или) иные ценные бумаги создаваемых обществ. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.

*Выделением* общества признается создание одного или нескольких об­ществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого обще­ства без прекращения последнего. Совет директоров реорганизуемого в форме выделения общества выносит на решение общего собрания акци­онеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, порядке и об условиях осуществления выделения, о создании нового общества, воз­можности конвертации акций общества в акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого общества и порядке такой конвертации, об утверж­дении разделительного баланса. При выделении из состава одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанно-стей реорганизованного в форме выделения общества в соответствии с раз­делительным балансом.

При **преобразовании** общества в общество с ограниченной ответствен­ностью или в производственный кооператив к вновь возникшему юриди­ческому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного об­щества в соответствии с передаточным актом.

Вторая причина поиска факторов внешнего развития предприятия — реорганизация предприятий неплатежеспособных, банкротов или предпри­ятий, которые столкнулись с серьезными проблемами.

Несостоятельность (банкротство) предприятия считается имеющей ме­сто после признания факта несостоятельности арбитражным судом или после официального объявления о ней предприятием-должником при его добровольной ликвидации.

При направлении, реорганизующем предприятие в случае несостоятель­ности (банкротства), в соответствии с российским законодательством к должнику могут применяться процедуры:

•  реорганизационные (внешнее управление имуществом должника, са­нация);

•  ликвидационные (принудительная ликвидация предприятия-должни­ка по решению арбитражного суда, добровольная ликвидация несостоя­тельного предприятия под контролем кредиторов);

•  мировое соглашение.

Главная задача данного направления реструктуризации — сохранить предприятие как действующее.

В случае направления реструктуризации, предотвращающего угрозу зах­вата, или сохраняющего собственность и контроль, привлекательным для захвата являются только компании, имеющие потенциал «стоимостного разрыва».

Компания, которую хотят поглотить, имеет в своем распоряжении боль­шой набор способов защиты от посягательств на ее независимость.

**Система защиты интересов управляющих и акционеров** нацелена на то, чтобы возводимые на пути захватов предприятий барьеры обеспечивали занятость управленческих кадров и гарантию прав акционеров.

Многие компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление. В них предусматривается высокое вознагражде­ние за работу руководителей. Эти контракты известны также под названи­ем «золотой парашют». Их высокая стоимость увеличивает цену компа­нии и может служить сдерживающим фактором при захвате.

Условие квалифицированного большинства при голосовании по воп­росу о слиянии (75—80%) означает, что любые изменения в уставе утвер­ждаются большим числом голосов. Вместо обычного большинства, необ­ходимого для принятия решения по другим вопросам, в ситуации слия­ния для утверждения сделки может требоваться более высокая доля голосов.

**Программа выкупа акций** — это предложение об обратном выкупе ком­панией своих акций с премией, которая может быть выплачена за счет ак­ционерного капитала компании.

**Преобразование компании** в частную может осуществляться за счет скупки акций, что означает изменение структуры собственности. Для этого используется большое количество инструментов. Наиболее распростра­нены наличный расчет с бывшими акционерами и слияние компании открытого типа с частной корпорацией. Приватизация может осуществ­ляться посредством выкупа акций за счет кредита, т.е. в сделке принима­ет участие третья сторона, а иногда и четвертая. При любом выкупе акций за счет кредита компания сталкивается с риском двух видов. Первый — коммерческий риск (может случиться так, что компания не будет разви­ваться по установленному ранее плану и денежные потоки, необходимые для обслуживания долга, окажутся меньшими, чем прогнозировалось). Второй вид риска связан с изменением процентных ставок (обычно кре­дит предоставляется на условиях плавающей ставки, и объем платежей по нему изменяется вместе с колебаниями ставки, следовательно, рост процентных ставок может значительно ухудшить положение компании или даже привести ее к краху).

Как правило, в качестве инициаторов выкупа выступают управляющие компании с целью сохранения собственности и контроля, а также возмож­ного приобретения компании или подразделения.

**11.3. Оценка стоимости предприятия при реструктуризации**

Такая оценка подразумевает определение совместимости объединяю­щихся фирм, включающее:

•  анализ сильных и слабых сторон участников сделки;

•  прогнозирование вероятности банкротства;

•  анализ операционного (производственного) и финансового рисков;

•  оценку потенциала изменения чистых денежных потоков;

•  предварительную оценку стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капита­ловложений: имеются стартовые затраты и в будущем ожидается прибыль (поток доходов). Независимо от того, расходует фирма денежные средства или акции, она должна приложить усилия, чтобы добиться оптимального распределения капитала и обеспечить в долгосрочном периоде благосос­тояние акционеров.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации необходимо со­ставить прогноз будущих денежных потоков, которые предполагается по­лучить после завершения сделки.

При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергические эффекты, так как важно предусмотреть предельное влияние реоргани­зации.

*Синергия (rp.synergeia — сотрудничество, содружество) — реакция на комби­нированное воздействие двух или нескольких организмов, характеризующаяся тем, что это действие превышает действие, оказываемое каждым компонентом в от­дельности*

**Синергический эффект** — превышение стоимости объединенных ком­паний после слияния по сравнению с суммарной стоимостью компаний до слияния, или добавленная стоимость объединения (2 + 2 = 5).

При продаже части активов (дивестициях) может иметь место эффект обратного синергизма: 4-2 = 3. Реализуемые активы могут представлять интерес для другой компании, и в итоге она готова заплатить за них высо­кую цену.

Синергия может проявляться в двух направлениях: прямой и косвен­ной выгодах (рисунок 2).

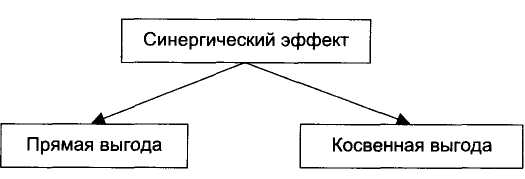


Рис. 2. Структура синергического эффекта

**Прямая выгода** — увеличение чистых активов денежных потоков реор­ганизованных компаний. Анализ прямой выгоды включает три этапа:

•  оценку стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;

•  оценку стоимости объединенной компании на основе денежных по­токов после реорганизации;

•  расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на основе модели дисконтированных денежных потоков).

Добавленная стоимость объединения формируется за счет операцион­ной, управленческой и финансовой синергии.

*Операционная синергия* — экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта. Кроме того, объединение может привести к упрочению позиции фирмы на рынке, получению техно­логического ноу-хау, торговой марки, что способствует не только сниже­нию затрат, но и дифференциации выпускаемой продукции. Помимо эко­номии на затратах, дифференциации выпускаемой продукции, достигается экономия за счет эффекта масштаба (возможность выполнять больший объем работы на тех же производственных мощностях, что в итоге снижа­ет средние издержки на единицу выпускаемой продукции).

*Управленческая синергия* — экономия за счет создания новой системы управления. Объединение предприятий может осуществляться путем го­ризонтальной и вертикальной интеграции, а также по пути создания конг­ломерата.

Целью объединения является создание более эффективной системы уп­равления. Часто объектом для присоединения служат плохо управляемые компании, с нереализуемым потенциалом стоимости. В этом случае у пред­приятия есть два варианта развития: повышение качества управления без реорганизации или создание новой управленческой структуры объедине­ния. Первый вариант трудно реализуем без смены управленческого персо­нала; второй вариант, как правило, основан на упрочении управленческой структуры эффективно работающей компании.

*Финансовая синергия* — экономия за счет изменения источников финан­сирования, стоимости финансирования и прочих выгод. Факт объедине­ния компаний может вызвать информационный эффект, после чего сто­имость акций возрастает (при этом реальных экономических преобразова­ний еще не осуществлялось). Слияние (присоединение) может усилить интерес к компании со стороны потенциальных инвесторов и обеспечить дополнительные источники финансирования. Повышение цены акции (даже фиктивное, в результате информационного эффекта) может повысить на­дежность компании в глазах кредиторов, что косвенно повлияет как на структуру, так и на стоимость задолженности. Данный вид синергии ведет не к приросту денежных потоков, а к снижению риска инвестирования с точки зрения внешних пользователей. Реорганизация (особенно преобра­зование) может привести также к налоговым преимуществам.

Оценка эффективности реорганизации может оказаться легче оценки нового инвестиционного проекта, так как объединяются действующие пред­приятия.

Прогнозы объема продаж, издержек, как правило, бывают основаны на результатах прошлых лет, следовательно, они более точные.

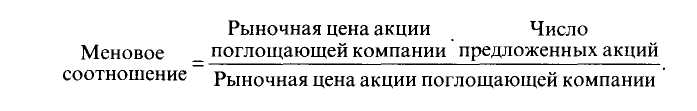
**Косвенная выгода** — увеличение рыночной стоимости акций объединен­ной компании в результате повышения их привлекательности для потенци­ального инвестора. Информационный эффект от слияния в сочетании с пе­речисленными видами синергии может вызвать повышение рыночной сто­имости акций или изменение мультипликатора Р/Е (соотношение между ценой и прибылью). Поскольку целью финансового управления акционерного об­щества является повышение благосостояния акционеров, следовательно, уве­личение прибыли на акцию, рассмотрим данный аспект подробнее.

**Пример.** Компания X рассматривает возможность слияния с компани­ей У. Характеристики компаний представлены в таблице 1 (данные приве­дены в условных единицах).

Таблица 1 - **Показатели финансовой деятельности компаний X и Y.**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | Компания X | Компания У |
| Чистая прибыль | 5000 | 2500 |
| Количество обыкновенных акций | 2500 | 1500 |
| Прибыль на акцию | 2,0 | 1,67 |
| Р/Е | 10 | 7 |
| Цена одной акции | 20 | 11,7 |

Общества, участвующие в слиянии, определяют порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового об­щества на основе менового соотношения:



По условию примера рыночная цена акции компании X равна 20, ком­пании У — 11,7, меновое соотношение будет равно 0,585 (11,7 : 20).

Компания X должна обменять 0,585 своей акции у компании У за 1 ак­цию компании У. Однако такие условия обмена могут не заинтересовать акционеров компании У. Допустим, акционеры компании У согласны на условия обмена исходя из рыночной цены акций компании У, равной 12. В этом случае за каждую акцию компании У необходимо передать 0,6 акции компании X, для чего требуется выпустить дополнительно 900 обыкновен­ных акций компании X.

Финансовые показатели компании Х+У после слияния будут сле­дующие:

|  |  |
| --- | --- |
| Чистая прибыль (данные финансовых отчетов суммируются) | 7500 |
| Количество акций | 3400 |
| Прибыль на акцию | 2,2 |

 Исходя из предположения , что прибыль сливающихся компаний оста­лась без изменения, общая прибыль на акцию в результате объединения повысилась. Однако акционеры компании У получили 0,6 акции компа­нии X, следовательно, они могут рассчитывать и на соответствующую долю прибыли (0,6 • 2,2) = 1,32, что уступает исходному значению прибыли до слияния (1,67). Мультипликатор Р/Е по условиям сделки был равен 7,18 (12 : 1,67), что превышает исходное значение (7). Соотношение 7,18 : 7, не­смотря на снижение прибыли на акцию, может в долгосрочной перспекти­ве свидетельствовать о возможном увеличении дохода на акцию после сли­яния (рис. 3).

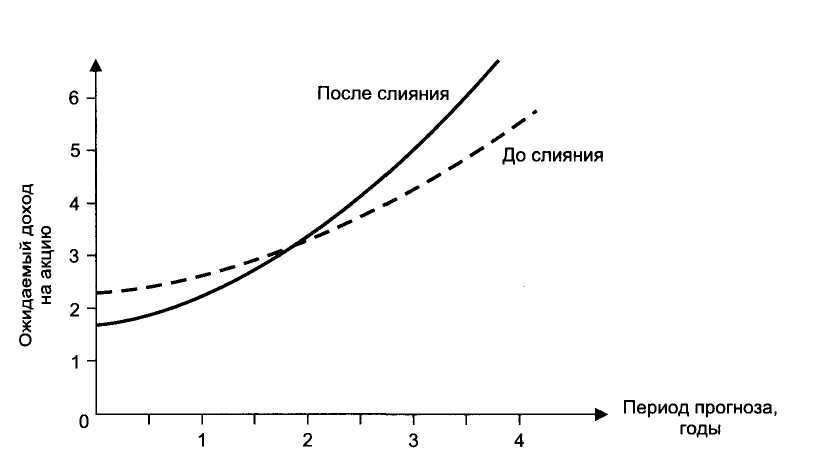


Рис. 3. Ожидаемый доход на акцию до и после слияния компаний (косвенная выгода)

Снижение (размывание) прибыли на акцию для акционеров компании X произойдет в том случае, если соотношение Р/Е по акциям компании У превысит исходное соотношение Р/Е по акциям компании X.

Возможные последствия реструктуризации на прибыльность акционер­ного капитала рассчитываются по следующим параметрам:

•  изменение прибыли на акцию исходя из менового соотношения;

•  изменение мультипликатора Р/Е как индикатора возможных краткос­рочных перспектив;

•  размеры сливающихся компаний: как правило, более крупная компа­ния имеет значение мультипликатора Р/Е выше, следовательно, до опреде­ленного предела (рыночная цена обмена) результатом слияния будет по­вышение общей прибыли на акцию.

Чем больше значение мультипликатора Р/Е поглощающей компании по сравнению с аналогичным показателем поглощаемой компании и раз­личие в объемах получаемой прибыли, тем значительнее увеличение муль­типликатора Р/Е поглощающей компании в результате слияния.

Если ориентироваться на краткосрочную перспективу, то многие сдел­ки по слиянию приводят к «разводнению» прибыли на акцию и будут признаны неэффективными. Однако «разводнение» может быть ком­пенсировано, если различие в темпах роста прибыли двух компаний значительное, а цена, выплачиваемая с учетом большего значения муль­типликатора Р/Е, рассматривается как инвестиции, рассчитанные на не­сколько лет.

**Выводы**

Процесс реструктуризации предприятия объективно необходим в ус­ловиях динамично развивающейся экономики.

Экономический смысл реструктурирования можно определить как обес­печение эффективного использования производственных ресурсов, приво­дящее к увеличению стоимости бизнеса. В качестве критерия эффективно­сти проводимых преобразований выступает изменение стоимости бизнеса. Базовой моделью расчета стоимости предприятия в целях реструктуриза­ции выступает метод дисконтирования денежных потоков.

Факторы увеличения стоимости бизнеса можно разделить на внутрен­ние и внешние.

Внутренние стратегии создания стоимости основаны на анализе источ­ников формирования денежного потока предприятия в результате опера­ционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Внешние стратегии создания стоимости формируют три направления реструктурирования:

•  стратегическую реорганизацию;

•  реорганизацию предприятий в случае несостоятельности (банкрот­ства);

•  реорганизацию с целью предотвращения угрозы захвата.

Оценка стоимости предприятия в целях реструктурирования подразу­мевает оценку «как есть» исходя из данных о текущем состоянии предпри­ятия и оценку предполагаемого проекта реструктуризации на основе про­гнозируемых денежных потоков с учетом синергического эффекта.