

На правах рукописи

ОСИПЕНКО Владимир Борисович

**ИНСТРУМЕНТЫ ОЦЕНКИ
ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ
ПРЕДПРИЯТИЙ ОБОРОННО-ПРОМЫШЛЕННОГО КОМПЛЕКСА**

Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством:
экономика, организация и управление предприятиями,
отраслями, комплексами (промышленность)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Красноярск 2008

Работа выполнена в ГОУ ВПО «Сибирский федеральный университет»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Ерыгин Юрий Владимирович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Васильева Зоя Андреевна

кандидат экономических наук, доцент
Кох Лариса Вячеславовна

Ведущая организация: ГОУ ВПО «Алтайский государственный
технический университет
им. И.И. Ползунова», г. Барнаул

Защита состоится «28» ноября 2008 г. в 16:30 на заседании диссертационного совета ДМ 212.099.01 при ГОУ ВПО «Сибирский федеральный университет» по адресу: 660041, г. Красноярск, просп. Свободный, 79, Конференц-зал (V корпус).

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Сибирского федерального университета. Автореферат диссертации размещен на официальном сайте Сибирского федерального университета:
<http://www.sfu-kras.ru>.

Автореферат разослан «28» октября 2008 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
к.э.н., доцент

И.С. Пыжев

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования.

Оборонно-промышленный комплекс (ОПК) России обладает значительным инновационным и производственным потенциалом, что обеспечивает ему наиболее существенную роль в развитии экономики России на современном этапе. Вместе с тем, экономические реформы, проводимые в 90-е годы и повлекшие ряд негативных тенденций для социально-экономического развития России, затронули и этот комплекс промышленности, играющий важнейшую роль в обеспечении обороноспособности страны. Сокращение государственного оборонного заказа и, соответственно, объемов финансирования, свертывание большинства текущих и перспективных разработок, а также нарушение структурных связей привели к ухудшению финансово-экономических показателей деятельности предприятий ОПК, сокращению их инновационного и производственного потенциала, отставанию по отдельным видам вооружений от аналогичных комплексов других стран. В условиях сокращения периода обновления вооружений и военной техники решение проблемы обеспечения обороноспособности страны возможно на основе применения ассиметричных подходов и ответов на вызовы извне, а также путем поиска резервов развития инновационного и производственного потенциала предприятий ОПК для создания образцов вооружения и военной техники, отвечающих современным требованиям ведения военных действий.

В связи с сохраняющимся дефицитом финансовых ресурсов, решение проблемы развития инновационного и производственного потенциала предприятий ОПК возможно только на основе реструктуризации, изменяющей характер взаимоотношений между субъектами ОПК и обеспечивающей наиболее эффективное использование ресурсов и привлечение инвестиций для достижения поставленной цели. На сегодняшний день в России уже принят ряд нормативных актов, правительственных программ, направленных на развитие ОПК на ближайшие годы и перспективу, связанных с проведением реформирования самого комплекса, а также реструктуризации предприятий, входящих в ОПК.

Значимость решения проблемы проведения эффективной реструктуризации предприятий ОПК в современных условиях, наряду с необходимостью совершенствования инструментов и методов оценки эффективности реструктуризации, определяют актуальность настоящего научного исследования.

Степень разработанности проблемы.

Проблема реструктуризации предприятий изучалась в ряде исследований отечественных и зарубежных авторов. В первую очередь, необходимо выделить работы таких авторов как: Аистова М.Д., Григорьев В.В., Киперман Г., Коноков Д.Г., Крыжановский В.Г., Мазур И.И., Раппопорт

А.Н., Рудашевский В.Д., Стратан Д.И., Таль Г.К., Хокканен Т., Шапиро В.Д., Юн Г.Б. и др.

В части оценки стоимости бизнеса, проблем учета риска, оценки синергии при реструктуризации можно отметить работы таких российских и зарубежных авторов как: Азгальдов Г.Г., Боди Мертон, Брейли Майерс, Валдайцев С.В., Дэвид М. Бишоп, Джей Е. Фишмен, Джек Мури, Елисеев В.М., Козырь Ю.В., Рутгайзер В.М., Тим Колер, Том Коупленд, Уильям Шарп, Фрэнк Ч. Эванс, Шеннон П. Пратт, Щербаков В.А., Щербакова Н.А. и др.

Современными исследователями детально разработаны проблемы, возникающие в процессе проведения реструктуризации предприятий, включая теоретические аспекты, а также отдельные инструменты оценки эффективности реструктуризации. Однако, к сожалению, многие особенности, характерные для ОПК, не нашли своего отражения в данных работах. Это приводит к необходимости проведения дополнительных исследований и разработок. Прежде всего, это относится к необходимости разработки специальных инструментов оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК, учитывающих возможные типы осуществляемой реструктуризации, возникающий при этом синергетический эффект и риски создания новых бизнесов.

Важность решения сформулированной проблемы, недостаточная ее разработанность, как в теоретическом, так и в методическом аспекте, определили выбор темы, постановку цели и задач диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования.

Целью исследования является теоретическое обоснование и разработка инструментов оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК.

В соответствии с намеченной целью были поставлены и решены следующие задачи:

- оценить состояние ОПК и определить роль реструктуризации в его развитии;
- исследовать сущность понятия «реструктуризация» и уточнить его содержание применительно к специфике и условиям реформирования ОПК;
- выявить и систематизировать факторы, определяющие эффективность реструктуризации предприятий ОПК;
- разработать типологию реструктуризации и определить требования к инструментам оценки ее эффективности для выделенных типов реструктуризации предприятий ОПК;
- проанализировать критерии и методы оценки эффективности реструктуризации;
- определить сферы возникновения синергии и разработать инструменты оценки синергетического эффекта, возникающего при реструктуризации предприятий ОПК;

- разработать методы учета риска при оценке эффективности реструктуризации предприятий ОПК;
- разработать и апробировать методику оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК.

Объектом исследования являются предприятия оборонно-промышленного комплекса, находящиеся в процессе реструктуризации.

Предмет исследования – управленческие отношения, возникающие в процессе реструктуризации предприятий ОПК, и инструменты оценки эффективности реструктуризации.

Теоретической и методологической основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных авторов по проблемам стратегического, инновационного, инвестиционного и финансового менеджмента. При решении поставленных задач использовались положения системного анализа, методы анализа инвестиций, портфельного планирования, экономико-математические методы, методы экспертных оценок. Для подтверждения положений и выводов исследования использовались статистические материалы Министерства промышленности и энергетики РФ, а также данные по конкретным предприятиям ОПК.

Область исследования соответствует п. 15.29 «Проблемы реструктуризации отраслей и предприятий промышленности» паспорта специальностей Номенклатуры научных работников (экономические науки).

Научная новизна диссертации состоит в теоретическом обосновании и разработке инструментов оценки эффективности реструктуризации предприятий оборонно-промышленного комплекса.

Наиболее существенные результаты, содержащие научную новизну, состоят в следующем:

- уточнено содержание понятия «реструктуризация предприятия», как целенаправленного изменения элементов хозяйственной системы и / или связей между ними, а также характера связей, с целью обеспечения повышения эффективности функционирования и / или развития хозяйственной системы в изменившихся внешних и / или внутренних условиях за счет формирования новых свойств системы;
- выявлены и систематизированы факторы, определяющие эффективность реструктуризации предприятий ОПК, что позволило установить неоднородный характер влияния факторов на объект реструктуризации, определить сферы возникновения синергии и источники неопределенности при оценке эффективности реструктуризации предприятий ОПК;
- разработана типология реструктуризации предприятий ОПК по таким признакам как: производственно-технические связи, характер связей в системе управления, степень новизны проектов, объем инвестиций;
- определены сферы возникновения синергии и разработаны инструменты оценки синергетического эффекта в таких сферах как: «финансы», «рынок и система сбыта»;

- обосновано использование премии за риск в ставке дисконтирования в качестве инструмента учета риска и предложены методы расчета ставки дисконтирования для выделенных типов реструктуризации, учитывающие особенности выбора базовой ставки и определения отраслевых и собственных рисков проекта;

- разработана методика оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК, учитывающая синергетический эффект, возникающий в процессе реструктуризации, а также неопределенность, вызванную инновационным характером развития объекта исследования.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в том, что представленные в диссертации разработки позволяют повысить эффективность реструктуризации предприятий ОПК. Достигается это путем улучшения качества и обоснованности принятия управленческих решений, связанных с выбором типа реструктуризации, а также определением бизнесов, создание которых является наиболее экономически обоснованным.

Результаты диссертационного исследования нашли практическое применение при оценке эффективности реструктуризации и разработке плана реструктуризации непрофильных активов Научно-производственного объединения прикладной механики имени академика М.Ф. Решетнева.

Апробация результатов исследования.

Основные положения диссертационного исследования и результаты докладывались и обсуждались на: Международной конференции «Проблемы и перспективы совершенствования управления национальным экономическим потенциалом» (Саратов, 2006); пятой, шестой и седьмой Всероссийских конференциях по финансово-актуарной математике и смежным вопросам (Красноярск, 2006, 2007, 2008); седьмой Научной сессии аспирантов и магистрантов (Новосибирск, 2006); XII-ой межрегиональной научно-практической конференции студентов и аспирантов «Проблемы современной экономики» (Красноярск, 2006); III Международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы научных исследований – 2007» (Днепропетровск, 2007); 8-ой Международной научно-технической Интернет-конференции (Брянск, 2007).

Отдельные положения и результаты диссертационного исследования используются в учебном процессе Сибирского федерального университета при обучении студентов по дисциплинам: «Стратегический менеджмент», «Финансовый менеджмент», «Инновационный менеджмент».

Публикации. По материалам исследования автором опубликовано свыше 10 работ, в том числе наиболее значимых 7, общим объемом 3,43 п. л. (из которых авторских 3,23 п. л.), из них три (объемом 1,47 п. л.) в изданиях, аннотируемых ВАК РФ.

Объем и структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы. Текст диссертации изложен на 143 страницах и включает 4 рисунка и 17 таблиц. Список использованных источников состоит из 139 наименований.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

1. Сущность понятия «реструктуризация предприятия» и факторы, определяющие эффективность реструктуризации в ОПК.

Решение задачи разработки инструментов оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК приводит к необходимости исследования содержания понятия «реструктуризация предприятия».

Проведенный автором анализ позволил сделать вывод о том, что содержание понятия «реструктуризация предприятия», предлагаемое различными авторами, существенным образом зависит от цели и предмета исследования. Ряд из них различным образом отражают объекты, цели проводимой реструктуризации, критерий эффективности, движущие силы и причины реструктуризации. Вместе с тем, в представленных определениях, к сожалению, не учитывается такая важная составляющая реструктуризации как изменение состава и характера связей, определяющих отношения между элементами экономической системы, то есть синергетического эффекта, который в значительной степени влияет на эффективность экономической системы, что, на наш взгляд, является принципиально важным при определении архитектуры интегрированных корпоративных структур, создаваемых в ОПК.

Автором под реструктуризацией предприятия предлагается понимать целенаправленное изменение элементов хозяйственной системы и / или связей между ними, а также характера связей, с целью обеспечения повышения эффективности функционирования и / или развития хозяйственной системы в изменившихся внешних и / или внутренних условиях за счет формирования новых свойств системы, зависящих от наличия и характера связей, определяющих отношения между элементами экономической системы, на основе максимизации стоимости бизнеса.

Таким образом, в качестве объекта реструктуризации предприятия предлагается понимать элементы и связи между ними. Выделенная цель реструктуризации – повышение эффективности, причем как функционирования, так и развития предприятия. В качестве критерия повышения эффективности предлагается применять максимизацию стоимости бизнеса, которая обеспечивается, в том числе, за счет синергетического эффекта. При этом, движущими силами проведения реструктуризации могут быть изменившиеся как внутренние, так и внешние условия.

В рамках диссертационного исследования выявлены факторы, отражающие специфику оборонно-промышленного комплекса, заключающуюся, в первую очередь, в следующем: предприятия ОПК на современном этапе являются государственными предприятиями;

осуществление реструктуризации вызвано необходимостью диффузии инноваций в экономику (развитие конверсионных производств) и повышения инновационного потенциала самих предприятий; важнейшим условием реализации инновационной стратегии развития является необходимость повышения инвестиционной привлекательности предприятий ОПК.

Таблица. 1.

Факторы, определяющие эффективность реструктуризации предприятий ОПК.

№	Факторы	Влияние		Регулирование		Значимость			Характер информации	
		Внешний	Внутренний	Регулируемый	Нерегулируемый	I	II	III	Детерминированный	Стохастический
	Производство									
1	Уровень загрузки производственных мощностей		1	1		1	1	3	1	
2	Виды производств и тип оборудования		1		1	2	2	2	1	
3	Степень универсальности оборудования		1		1	6	3	1	1	
4	Уровень износа основных фондов		1		1	3	5	6	1	
	МТС									
1	Резервы увеличения объема поставок существующими поставщиками	1			1	1	1	4	1	
2	Надежность поставщиков	1			1	2	2	5		1
3	Наличие альтернативных поставщиков	1			1	5	3	1	1	
4	Наличие субститутов на рынке	1			1	6	7	2	1	
	Маркетинг									
1	Объем государственного оборонного заказа	1			1	1	1	6		1
2	Стабильность государственного оборонного заказа	1			1	2	4	7		1
3	Наличие альтернативных рынков	1			1	4	2	1		1
4	Емкость рынков	1			1	5	5	2		1
	Кадры									
1	Квалификационный уровень		1	1		1	1	1	1	
2	Условия и размер оплаты		1	1		3	4	7	1	
3	Возрастной состав		1		1	4	3	6	1	
4	Уровень загрузки		1	1		2	2	9	1	
5	Наличие внешнего кадрового потенциала	1			1	8	6	3	1	
6	Степень универсальности сотрудников		1		1	9	5	2	1	
	Непрофильные и вспомогательные направления									
1	Наличие резервов по обслуживанию инфраструктуры		1		1	1	1	2	1	
2	Возможность использования мощностей, резервов		1		1	2	2	1	1	
	Финансы									
1	Характер финансирования государственного оборонного заказа	1			1	1	1	5		1
2	Способ и форма финансирования государственного оборонного заказа	1			1	2	3	6	1	
3	Форма и способы государственной инвестиционной поддержки развития конверсии	1			1	3	2	1	1	
4	Возможность использования коммерческих источников финансирования		1	1		4	4	2		1
	НИОКР									
1	Наличие потенциала подразделений НИОКР		1	1		1	2	3	1	
2	Способность продукта к модификации		1		1	2	1	6	1	
3	Объем затрат на НИОКР		1	1		5	6	1		1
4	Сроки осуществления НИОКР		1	1		6	5	2		1
	Управление									
1	Степень интеграции в корпорации		1	1		1	1	1	1	
2	Степень заинтересованности в изменениях		1	1		4	3	2	1	
3	Уровень формализации процессов управления		1	1		2	2	4	1	
4	Наличие накопленной информационной базы		1		1	3	5	5	1	

В табл. 1 приведены наиболее значимые факторы, определяющие эффективность реструктуризации предприятий ОПК. Систематизация выделенных факторов, осуществленная с привлечением экспертов, имеющих непосредственное отношение к проблемам, связанным с реструктуризацией предприятий ОПК, была произведена по таким признакам как: источник влияния, подверженность регулированию, характер информации, значимость фактора.

Результаты систематизации факторов свидетельствуют о неоднородности мнений экспертов в отношении значимости отдельных факторов при оценке эффективности реструктуризации. Так, по результатам проведенного анализа произведено разделение факторов по признаку «значимость» на три группы, каждая из которых представлена совокупностью факторов, проранжированных в порядке значимости. Неоднородность мнений экспертов в отношении признака «значимость» позволила сделать вывод о необходимости декомпозиции возможных вариантов проведения реструктуризации предприятий ОПК и разработки соответствующей типологии.

Кроме того, проведенная систематизация факторов продемонстрировала необходимость учета неопределенности при оценке эффективности реструктуризации предприятий ОПК. Неопределенность, прежде всего, характерна для факторов из таких групп как «маркетинг», «научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки», а также «финансы». При этом, если маркетинг и финансы, в основном, представлены неопределенностью внешних факторов, то научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки – неопределенностью внутренних факторов.

2. Типы реструктуризации предприятий ОПК.

Результаты систематизации факторов позволили сделать вывод о необходимости разработки типологии реструктуризации с целью учета различного характера влияния факторов, определяющих эффективность реструктуризации предприятий ОПК.

Автором выделены типы реструктуризации в части взаимодействия между реструктуризируемым предприятием и создаваемым на его основе бизнесом по признакам, отраженным в табл. 2.

Наиболее тесная производственно-технологическая связь характерна для первого типа реструктуризации, при котором возникающий бизнес осуществляет производство модифицированного продукта с максимальным использованием производственно-технологического потенциала реструктуризируемого предприятия. Для второго типа реструктуризации, предполагающего производство технологически связанного с реструктуризируемым предприятием продукта, характерна менее сильная связь. Данная связь носит преимущественно технологический характер. В

рамках третьего типа реструктуризации предполагается производство нового продукта, производственно и технологически не связанного с продуктом базового реструктуризируемого предприятия. Первый тип реструктуризации предполагает прямое управление создаваемым бизнесом со стороны органов управления реструктуризируемого предприятия. Для второго типа управление со стороны органов управления реструктуризируемого предприятия осуществляется в рамках взаимоотношений собственника части бизнеса и самого создаваемого в процессе реструктуризации бизнеса.

Таблица. 2.

Преобладающие типы реструктуризации предприятий ОПК с точки зрения бизнеса, возникающего при реструктуризации.

Признак	Тип I	Тип II	Тип III
Производственно-технологические связи	Конструкторско-технологические связи	Технологические связи	Без связи
Управление	Прямое	Косвенное	Отсутствует
Степень новизны	Низкая	Средняя	Высокая
Объем инвестиций	Низкий	Средний	Высокий

Использование технологий и продуктов реструктуризируемого предприятия для производства модифицированного продукта не предполагает осуществления новых разработок, и степень новизны для первого типа реструктуризации будет низкой. Для второго типа степень новизны носит выраженный характер, но более низкий в сравнении с новизной, характерной для третьего типа реструктуризации. В связи с отсутствием необходимости привлечения внешних источников финансирования новых разработок и сохранением управления над создаваемым в процессе реструктуризации бизнесом, объем инвестиционных средств, требуемых для реализации проекта реструктуризации первого типа, будет незначительным. Реализация второго типа потребует более существенных финансовых средств, как для осуществления новых разработок, так и для непосредственного обеспечения бизнеса необходимыми ресурсами для функционирования. Третий тип реструктуризации требует, соответственно, при прочих равных условиях, более значительных финансовых затрат в сравнении с первыми двумя.

Таким образом, построенная типология реструктуризации предприятий оборонно-промышленного комплекса предполагает различный характер связей между реструктуризируемым предприятием ОПК и создаваемым бизнесом. Выявленные различия свидетельствуют о необходимости их учета при оценке синергетического эффекта в случае проведения оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК. При этом, в случае наличия внешнего инвестора, осуществляющего вложения в создаваемый на базе предприятия ОПК бизнес, необходимо учитывать синергетический эффект, возникающий между инвестором и создаваемым бизнесом.

3. Оценка синергетического эффекта при реструктуризации предприятий ОПК.

В диссертации определены сферы возникновения синергии, которые необходимо учитывать при проведении оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК.

Выявлено, что характер проявления синергетического эффекта различен для разных типов реструктуризации. В табл. 3 представлены различия в проявлении эффекта синергии для выделенных типов реструктуризации по сферам возникновения синергии.

Наиболее существенно эффект синергии проявляется для первого типа реструктуризации, что связано с наличием тесных связей между реструктуризируемым предприятием ОПК и создаваемым бизнесом. Для второго типа синергетический эффект менее выражен. Третий из выделенных типов реструктуризации не предполагает наличие значительного синергетического эффекта между реструктуризируемым предприятием ОПК и создаваемым бизнесом. В то же время, для третьего типа возможно проявление существенного синергетического эффекта между создаваемым бизнесом и внешним инвестором, в случае его наличия.

Для оценки синергетического эффекта в сфере *«продукты»* предлагается использование методов формирования оптимального портфеля продуктов создаваемого бизнеса. При этом, если выбраны первый или второй тип реструктуризации, когда производится модифицированный или технологически связанный продукт, критерием формирования портфеля продуктов должна выступать максимизация устойчивости деятельности предприятия, то есть минимизируется риск функционирования предприятия ОПК. В случае же третьего типа реструктуризации, где связь между реструктуризируемым предприятием ОПК и создаваемым бизнесом слабее, и предполагается производство нового продукта, основным критерием формирования портфеля продуктов должен стать максимум доходности создаваемого бизнеса.

При оценке синергетического эффекта в сфере *«финансы»* предлагается разделение задачи на две: оценка синергетического эффекта при финансировании операционной деятельности; оценка синергетического эффекта при финансировании инвестиционной деятельности. Синергетический эффект при финансировании операционной деятельности учитывается при построении денежных потоков создаваемого бизнеса. Более сложной задачей является определение финансовой синергии при финансировании инвестиционной деятельности. Влияние синергетического эффекта должно учитываться при определении, как размера источников финансирования, так и структуры привлекаемого капитала. Схема алгоритма методики определения структуры капитала при осуществлении инвестиционной деятельности, предлагаемая автором, представлена на рис. 1.

Таблица. 3.

Формы проявления эффекта синергии для различных типов реструктуризации.

Сфера возникновения	Форма проявления эффекта синергии		
	Тип I	Тип II	Тип III
Рынок и система сбыта	- рост объема продаж и цены продукта за счет использования бренда;		
	- экономия затрат в связи с использованием существующей рыночной инфраструктуры; - рост объема продаж в связи с выходом на новые рынки.		
Производство	- рост фондоотдачи в связи с использованием и дозагрузкой существующего оборудования; - экономия затрат в связи с использованием существующей инфраструктуры основного и вспомогательных производств.	- аналогично типу I, однако наличие рисков неполучения выгод в части экономии затрат и роста фондоотдачи при возникновении более привлекательных коммерческих альтернатив.	- аналогично типу II, однако более высокий риск неполучения выгод в части экономии затрат и роста фондоотдачи при возникновении более привлекательных коммерческих альтернатив.
Продукты	- рост объемов выручки за счет реализации модифицированного продукта, производимого на базе существующего;	- рост объемов выручки за счет реализации технологически однородного продукта, производимого на базе существующего;	- максимизация доходности за счет диверсификации – менее значительное влияние эффекта диверсификации в сравнении с I и II типами.
	- минимизация риска за счет диверсификации.		
НИОКР	- экономия на затратах, связанных с осуществлением НИР и ОКР, приобретением лицензий, ноу-хау и пр.	- аналогично типу I, однако наличие рисков неполучения выгод в части экономии на затратах.	- преимущественно отсутствует.
Социальная инфраструктура	- экономия затрат в связи с использованием существующей социальной инфраструктуры.		
МТС	- экономия затрат в связи с использованием и дозагрузкой существующих складских помещений.	- аналогично типу I, однако наличие рисков неполучения выгод в части экономии затрат.	- аналогично типу II, однако более высокий риск неполучения выгод в части экономии затрат.
Кадры	- рост производительности труда всех работников в связи с дозагрузкой – сокращение издержек – эффект масштаба.	- аналогично типу I, однако наличие рисков неполучения выгод в части сокращения издержек.	- аналогично типу II, однако более высокий риск неполучения выгод в части сокращения издержек.
Управление	- экономия на затратах, связанных с содержанием управленческого персонала, а также внедрением и эксплуатацией систем планирования, учета и отчетности.	- экономия на затратах, связанных с внедрением и эксплуатацией систем планирования, учета и отчетности.	- преимущественно отсутствует.
Финансы	- рост потенциального объема заимствований за счет увеличения доходов; - экономия на плате за риск в процентной ставке кредита; - экономия на затратах, связанных с выплатой процентов по кредитам в связи со снижением потребности в кредитовании, а также снижением ставки;		- вероятность возникновения экономии на процентах по кредиту, транзакционных издержках, а также выплатах дивидендов достаточно низкая.
	- снижение процентных выплат по кредиту; - экономия на транзакционных издержках, связанных с дополнительными эмиссиями акций в связи с сокращением потребности в эмиссиях; - низкий уровень дивидендных выплат.		

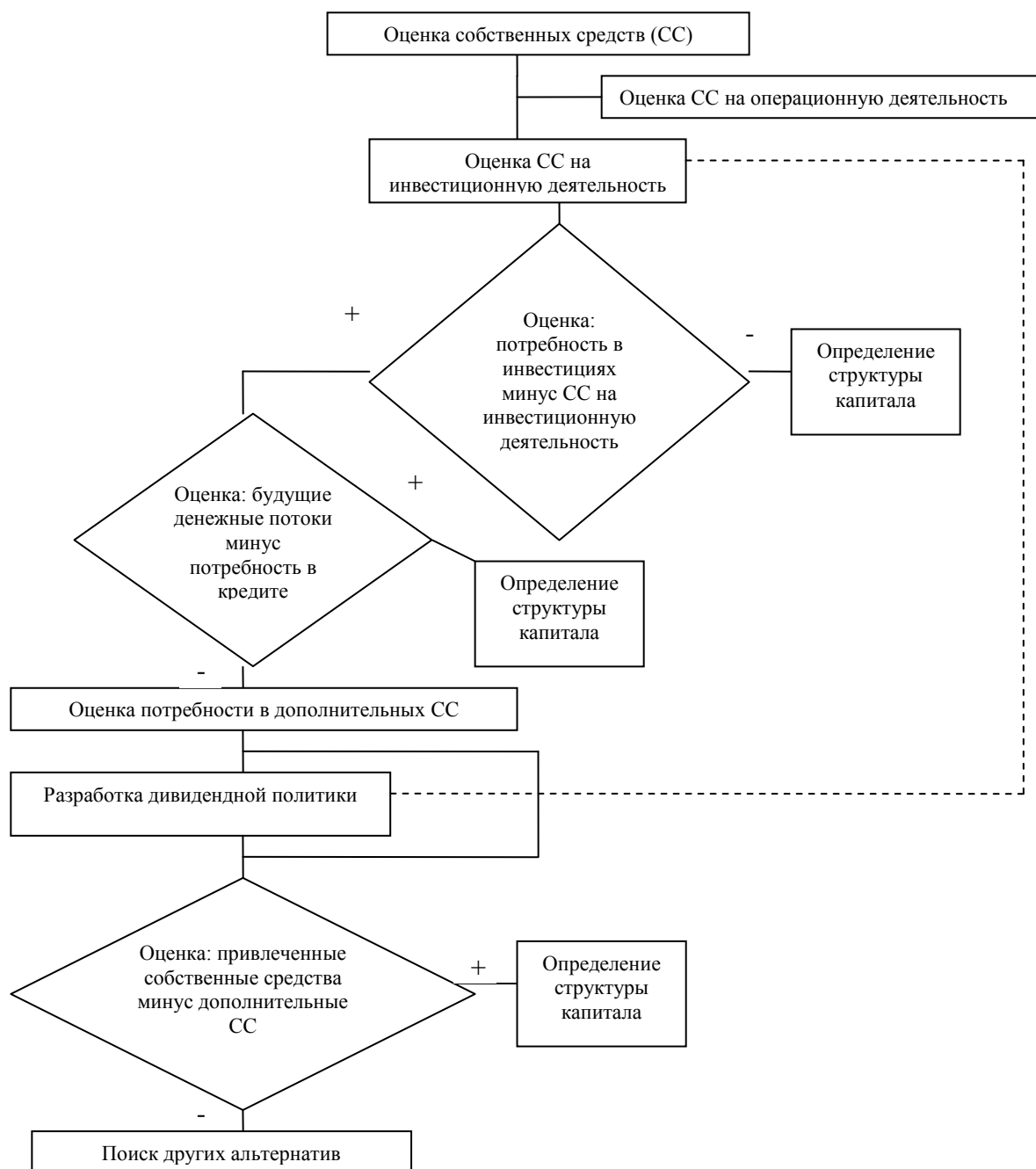


Рис. 1. Схема алгоритма методики определения структуры капитала при осуществлении инвестиционной деятельности.

Максимальную сумму задолженности (D_{\max}) предлагается определять по формуле:

$$D_{\max} = \sum_i \sum_t D_{it} / (1+r)^t \leq NPV,$$

где D_{it} – сумма задолженности по i -му кредиту в период t ; r – ставка дисконтирования; NPV – чистая приведенная стоимость будущего денежного потока за период действия задолженности.

Из предлагаемой формулы видно, что максимальная сумма зависит от трех основных параметров: ставка дисконтирования; срок привлечения средств; величина будущего денежного потока.

В случае финансирования инвестиционного проекта в условиях недостаточности денежных средств, первоначально предприятие осуществляет заимствование у финансовых институтов. При реализации сценария привлечения дополнительных собственных средств, у предприятия возникает необходимость разработки дивидендной политики.

Таким образом, эффект финансовой синергии достигается за счет:

- сокращения потребности в кредитных ресурсах, что обеспечивает снижение затрат на обслуживание долга;
- сокращения финансовых и транзакционных издержек, возникающих при дополнительной эмиссии акций;
- сокращения сроков привлечения дополнительных финансовых ресурсов, что приводит к сокращению сроков освоения проектов и, следовательно, росту финансовых результатов от реализации проектов.

Расчет экономии может быть произведен с использованием следующих формул:

$$\mathcal{E}_1 = \Delta R_t / (1 + r)^t,$$

где \mathcal{E}_1 – экономия за счет снижения затрат на обслуживание долга; R_t – сумма, требуемая для обслуживания долга, в течение планируемого периода t ; r – ставка дисконтирования.

$$\mathcal{E}_2 = \Delta \text{Див}_t / (1 + r)^t + \Delta \text{ТИ}_t / (1 + r)^t,$$

где \mathcal{E}_2 – экономия за счет сокращения финансовых и транзакционных издержек, возникающих при дополнительной эмиссии (или эмиссии) акций; Див – уплачиваемые дивиденды на эмитируемые акции в период t ; ТИ – транзакционные издержки, связанные с эмиссией, в период t ; r – ставка дисконтирования.

Особого внимания требует оценка синергетического эффекта для объекта «рынок и система сбыта». Если имущественный комплекс, входящий в систему сбыта может быть оценен методами затратного подхода, то для оценки гудвилла реструктуризируемого предприятия автором разработан модернизированный метод преимущества в прибыли (доходный подход). Суть модернизации заключается в применении двух коэффициентов. Первый из них учитывает возрастание цены продукции, связанное с применением гудвилла. Второй – изменение количества продукции, связанное с применением гудвилла и повышением стоимости цены продукции.

Чистый операционный доход (P), получаемый компанией, зависит от стоимости продукции (pr) и от объема продаж (V). Изменение операционного дохода будет определяться изменением цены на продукцию и изменением объема продаж продукции, который, в свою очередь, зависит от цены, так как именно цена в значительной степени определяет спрос на продукцию. Этапы алгоритма оценки синергетического эффекта, возникающего в сфере «рынок и система сбыта», через оценку гудвилла представлены следующим образом.

1. Определение на основе экспертных методов предельного коэффициента K , характеризующего возможное увеличение цены, связанное с гудвиллом.

2. Установление зависимости объема от стоимости продукции $V = f(pr)$.
3. Определение оптимальной цены. На данном этапе решается следующая задача:
 $P = pr \cdot V \rightarrow \max$
 $pr \leq pr_{\max} = (1+K) \cdot pr$
4. Определение расчетного коэффициента: $K_{pr} = K_{opt} / pr$.
5. Определение коэффициента роста объема продаж: $K_v = K_{opt} / V$.
6. Определение эффекта синергии на основе оценки гудвилла:

$$V = K_{pr} K_v \sum_n \frac{P_n}{(1+r)^n}.$$

Для оценки эффекта синергии в рамках проведения оценки эффективности реструктуризации предприятий ОПК автором предлагается для всех трех типов реструктуризации по сферам (если они присутствуют) «производство», «НИОКР», «инфраструктура», «МТС», «кадры» и «управление» использовать традиционные методы планирования и прогнозирования денежных потоков.

4. Учет рисков при оценке эффективности реструктуризации предприятий ОПК.

Результаты систематизации факторов, определяющих эффективность реструктуризации предприятий оборонно-промышленного комплекса, позволили автору сделать вывод о необходимости учета неопределенности и, соответственно, риска при оценке эффективности реструктуризации.

В качестве критерия эффективности реструктуризации предприятий ОПК в диссертации используется максимизация стоимости бизнеса, создаваемого в процессе реструктуризации. Оценку стоимости бизнеса предлагается осуществлять с использованием метода дисконтированных денежных потоков. В качестве способа учета риска автор рекомендует применять метод включения премии за риск в ставку дисконтирования. Для первого типа реструктуризации в качестве базовой ставки при определении коэффициента дисконтирования предлагается принимать норму рентабельности производства реструктуризируемого предприятия, которая устанавливается государством. Для определения ставки дисконтирования базовая ставка корректируется на отраслевой риск (в случае несовпадения отрасли реструктуризируемого предприятия и создаваемого бизнеса), собственный риск проекта, а также на инфляционные ожидания. Определение отраслевого риска проекта осуществляется с применением метода построения дерева событий. Алгоритм определения премии за отраслевой риск представлен на рис. 2.

Собственный риск проекта должен быть очищен от усредненных (общих) собственных рисков, характерных для всех предприятий исследуемой отрасли. Затем, на основе метода построения дерева событий для рисков определяется значение собственного риска проекта для

включения в премию за риск при расчете ставки дисконтирования. Алгоритм определения собственного риска проекта представлен на рис. 3.

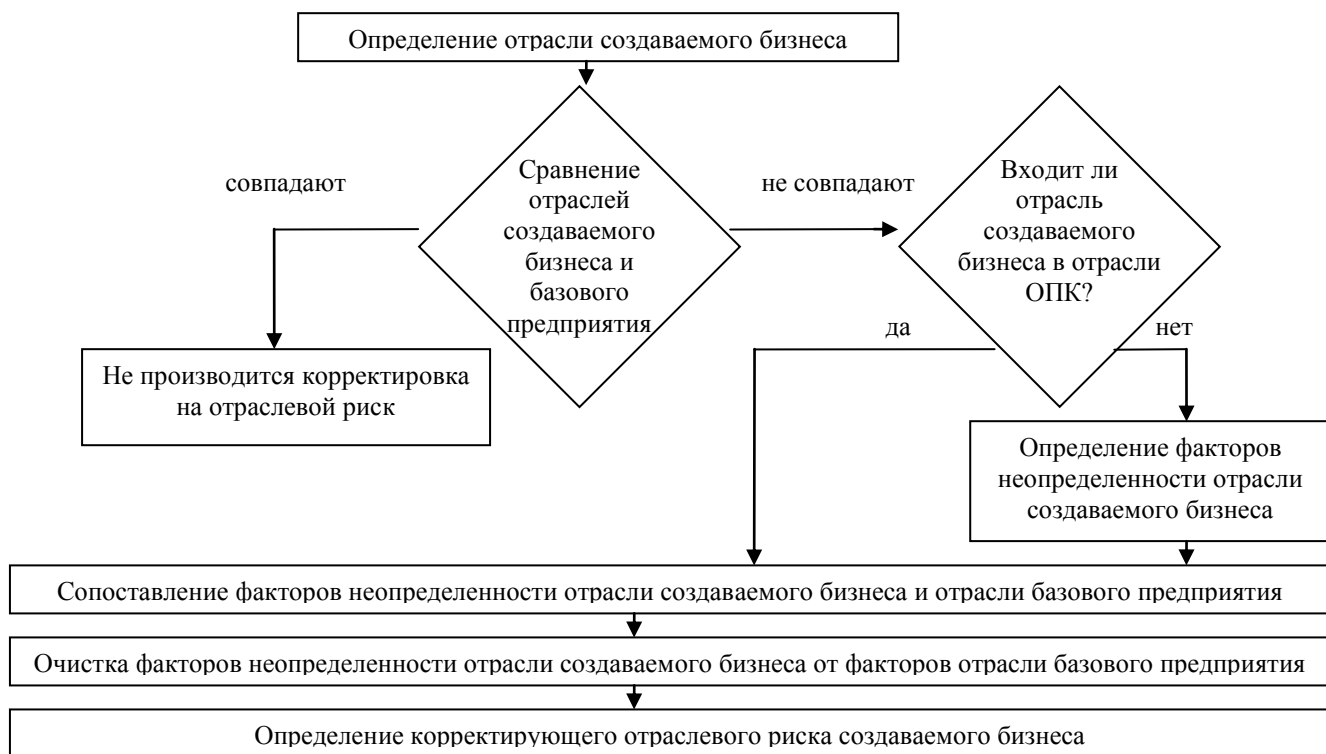


Рис. 2. Схема алгоритма расчета премии за отраслевой риск в ставке дисконтирования.



Рис. 3. Схема алгоритма расчета премии за собственный риск бизнеса в ставке дисконтирования.

Инфляционная составляющая для определения ставки дисконтирования определяется путем корректировки прогноза изменения инфляции на коэффициент k . Коэффициент k представляет собой соотношение ожидаемого темпа роста цен производителей в отрасли и инфляции за предшествующий период.

Таким образом, расчет ставки дисконтирования для первого типа реструктуризации выглядит следующим образом:

$$d_t = r_t + \beta_t + s_t + i_t,$$

где d_t – ставка дисконтирования в период t ; r_t – нормативный уровень рентабельности, устанавливаемый для реструктуризируемого предприятия на период t ; β_t – отраслевой риск проекта в период t ; s_t – собственный риск проекта в период t ; i_t – перспективные инфляционные ожидания для отрасли в период t .

Для второго и третьего типов реструктуризации в качестве базовой ставки при определении ставки дисконтирования предлагается использовать уровень рентабельности, сложившийся для предприятий той отрасли, в которой будет функционировать создаваемый бизнес.

Для определения итоговой ставки дисконтирования, базовую ставку необходимо скорректировать на собственный риск проекта и на инфляционные ожидания в каждом из последующих периодов. Оценка собственного риска проекта и инфляционных ожиданий осуществляется с применением тех же методов, что и для первого типа реструктуризации.

Таким образом, ставка дисконтирования для второго и третьего типов реструктуризации определяется по следующей формуле:

$$d_t = r_t + s_t + i_t,$$

где d_t – уровень прибыльности отрасли, в которой будет функционировать создаваемый бизнес, в период t ; s_t – собственный риск проекта создания нового бизнеса в период t ; i_t – перспективные инфляционные ожидания для отрасли на период t .

5. Оценка эффективности реструктуризации предприятий ОПК.

Оценка эффективности реструктуризации предприятий ОПК представляет собой задачу, решение которой может быть осуществлено по предложенной автором методике, включающей следующие этапы:

1. Выявление и систематизация факторов, определяющих эффективность реструктуризации предприятия ОПК.
2. Формирование допустимых альтернатив развития реструктуризируемого предприятия.
3. Определение типа реструктуризации для бизнеса.
4. Учет рисков создания бизнеса и определение ставки дисконтирования.
5. Определение сфер возникновения синергии для бизнеса.
6. Оценка эффекта синергии по выделенным сферам возникновения.
7. Построение денежных потоков бизнеса.
8. Оценка стоимости бизнеса.

9. Выбор типа реструктуризации.

На первом шаге важным представляется анализ и выбор тех факторов, которые будут определять эффективность реструктуризации исследуемого объекта. На втором этапе формируется набор возможных бизнесов, которые могут быть созданы на базе исследуемого предприятия при его реструктуризации. Данная совокупность представляет собой ряд бизнесов с определенными характеристиками, планируемыми доходами и расходами, особенностями, как в части взаимодействия с базовым реструктуризируемым предприятием, так и в части перспектив развития. На третьем шаге, исходя из особенностей реструктуризируемого предприятия, выраженных, в том числе, совокупностью факторов, определяющих эффективность реструктуризации, а также основываясь на характеристиках бизнесов, возможных к созданию на базе исследуемого предприятия, осуществляется выбор типа реструктуризации для каждого из оцениваемых бизнесов.

Задача четвертого этапа – осуществление расчета ставки дисконтирования с учетом рисков создания бизнеса при реализации проекта реструктуризации предприятия ОПК. Методы, применяемые для расчета ставки дисконтирования, отражены в п. 4 автореферата.

Пятый этап представляет собой анализ и выбор тех сфер возникновения синергии, которые проявляются при реструктуризации исследуемого предприятия и создании нового бизнеса. После выделения сфер возникновения синергии на шестом шаге алгоритма осуществляется оценка эффекта синергии по выделенным сферам возникновения с использованием инструментария, отраженного в п. 3 автореферата.

Седьмой этап представляет собой построение денежных потоков возможного к созданию при реструктуризации предприятия ОПК бизнеса. Построение потоков осуществляется на основании проведенных исследований по конкретному направлению бизнеса и с учетом возникающего в процессе реструктуризации предприятия ОПК синергетического эффекта по выделенным объектам синергии в рамках определенного типа реструктуризации.

На восьмом этапе, основываясь на построенных денежных потоках, с учетом синергетического эффекта, на рассчитанной ставке дисконтирования, а также на основных параметрах каждого бизнеса, осуществляется расчет стоимости бизнеса, создаваемого при реструктуризации исследуемого предприятия ОПК. Оценка стоимости бизнеса осуществляется с использованием в качестве базового метода дисконтированных денежных потоков, относящегося к традиционному доходному подходу к оценке стоимости бизнеса.

На завершающем девятом этапе методики, основываясь на критерии максимизации стоимости бизнеса, осуществляется выбор одного или нескольких бизнесов, которые могут быть созданы на базе реструктуризируемого предприятия ОПК. Фактически, сформированная на данном этапе совокупность бизнесов, определяет архитектуру создаваемой в процессе реструктуризации предприятия ОПК интегрированной

корпоративной структуры, так как возникающие бизнесы выдвигают требования к реализации того или иного типа реструктуризации.

Представленные методические инструменты апробированы на примере оценки эффективности реструктуризации Научно-производственного объединения прикладной механики имени академика М.Ф. Решетнева (НПО ПМ). В качестве объекта реструктуризации рассматривалось ремонтно-механическое подразделение данного предприятия.

На основе использования предложенной типологии реструктуризации установлено, что возможны два типа реструктуризации данного подразделения: I тип, подразумевающий сохранение полного контроля над подразделением; III тип, подразумевающий возможность привлечения внешнего инвестора для развития бизнеса.

Для оценки бизнеса, создаваемого по каждому из выделенных типов реструктуризации, осуществлено определение ставки дисконтирования. Для первого варианта ставка дисконтирования составила 22 %, для второго – 29 %.

Далее по каждому из определенных типов осуществлялся расчет возникающего в процессе реструктуризации синергетического эффекта. По I типу выявлен и учтен синергетический эффект во всех сферах, представленных в табл. 3. По III типу определен и учтен синергетический эффект в таких сферах как: «Рынок и система сбыта», «Инфраструктура», «МТС», «Кадры» в части синергии между реструктуризируемым предприятием и создаваемым бизнесом; «Рынок и система сбыта», «Финансы» в части синергии между создаваемым бизнесом и внешним инвестором.

После оценки синергетического эффекта было осуществлено построение денежных потоков по каждому из двух вариантов реструктуризации ремонтно-механического подразделения НПО ПМ.

Далее была произведена оценка стоимости бизнеса по каждому из выделенных типов реструктуризации (табл. 4.).

Таблица 4.

Стоимость бизнеса при реструктуризации ремонтно-механического производства НПО ПМ.

	Тип реструктуризации	Продукты	Финансовая синергия (руб.)	Гудвилл (руб.)	Стоимость бизнеса (руб.)
1 вариант	I	Модифицированный	12 345 000	21 178 000	272 000 000
2 вариант	III	Новый и модифицированный	28 579 000	47 800 000	586 000 000

Оценка показала, что из двух возможных вариантов реструктуризации, максимальная стоимость бизнеса достигается при реализации второго варианта (III тип реструктуризации), который предложен для реализации.

Таким образом, использование предлагаемых инструментов позволяет осуществлять оценку эффективности реструктуризации и обеспечивать формирование архитектуры интегрированной корпоративной структуры, создаваемой в процессе реструктуризации предприятия ОПК.

III. ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

I. Статьи в изданиях, аннотируемых ВАК РФ:

1. Осипенко, В. Б. Особенности проведения оценки бизнеса при реструктуризации [Текст] / В.Б. Осипенко // Вестник Крас. гос. ун-та / Крас. гос. ун-т. – Выпуск 4 – Красноярск, 2006. – 0,3-0,5 п. л.

2. Осипенко, В. Б. Инструменты оценки эффективности реструктуризации предприятий оборонно-промышленного комплекса [Текст] / В. Б. Осипенко // Российское предпринимательство. / Креативная экономика. – Сентябрь, Выпуск 2. – Москва, 2007. – 0,42 п. л.

3. Осипенко, В. Б. Финансовая синергия при реструктуризации предприятия ОПК: проблемы учета и оценки [Текст] / Ю. В. Ерыгин, В. Б. Осипенко // Вест. Сиб. гос. аэрокосмич. ун-та им. акад. М. Ф. Решетнева / Сиб. гос. аэрокосмич. ун-т. – Вып. 1. – Красноярск, 2008. – 0,85 п. л. (авт. 0,65 п. л).

II. Прочие публикации по теме диссертационного исследования:

1. Осипенко, В. Б. Требования к инструментарию, применяемому при оценке эффективности реструктуризации предприятий оборонно-промышленного комплекса [Текст] / В. Б. Осипенко // Актуальные проблемы научных исследований – 2007: материалы III Международной научно-практической конференции. Том 2 / Наука и образование. – Днепропетровск, 2007. – 0,39 п. л.

2. Осипенко, В. Б. Оценка гудвилла при определении стоимости бизнеса предприятия оборонно-промышленного комплекса в процессе реструктуризации [Текст] / В. Б. Осипенко // Экономика и эффективность организации производства: материалы 8-ой Международной научно-технической Интернет-конференции. / БГИТА. – Брянск, 2007 – 0,30 п. л.

3. Осипенко, В. Б. Методика оценки эффективности реструктуризации предприятий оборонно-промышленного комплекса [Текст] / В. Б. Осипенко // Российский экономический интернет-журнал [Электронный ресурс]: Интернет-журнал АТиСО / Акад. труда и социал. отношений — Электрон. журн. — М.: АТиСО, 2002 — . — № гос. регистрации 0420600008. — Режим доступа: <http://www.e-rej.ru/Articles/2008/Osipenko.pdf>, свободный — Загл. с экрана. – 0,6 п. л.

4. Осипенко, В. Б. Учет рисков при оценке эффективности реструктуризации предприятий оборонно-промышленного комплекса [Текст] / В. Б. Осипенко // Стратегические вопросы мировой науки – 2008: материалы II Международной научно-практической конференции / Наука и образование. – Днепропетровск, 2008. – 0,47 п. л.