

Сформулировать современные тенденции практики реструктуризации крупнейших отечественных компаний автору позволил опыт работы начальником управления консолидации и анализа управленческой информации ОАО «ГМК «Норильский никель»», начальником планово-экономического управления по глинозему ОАО «Русский алюминий менеджмент», директором по экономике и информатике НИЦ ОАО «ЛУКОЙЛ». Приведены рекомендации по организации реструктуризации.

*Ключевые слова:* реструктуризация, непрофильные (профильные) активы, излишне диверсифицированные компании, стоимость бизнеса, инвестиционная привлекательность

---

---

## Современные тенденции реструктуризации отечественных компаний

В. Л. УЛАНОВ,  
*доктор экономических наук,  
ГУ-ВШЭ,  
Москва  
E-mail: vulanov@hse.ru*

### Кто и почему?

Рыночные условия хозяйствования требуют от участников рынка снижения затрат на производство и особого отношения к непроизводственным активам. Выход отечественных компаний на мировые рынки, а значит, необходимость приведения структуры производственных затрат к аналогичным структурам зарубежных конкурентов заставили осознать важность реструктуризации.

Реструктуризацией бизнеса в целом или отдельных подразделений на постоянной основе занимаются более половины отечественных компаний, еще большее их число ожидает усиления роли реструктуризации в будущем. Причинами, побуждающими заниматься реструктуризацией, служат низкая эффективность компании, поиск сторонних инвесторов,

© 2010 г.



необходимость интегрировать вновь приобретенные компании, невысокая цена акций компании, ухудшение рыночной конъюнктуры и т.п. В результате реструктуризации, как правило, в разы увеличивается стоимость бизнеса; на 10–15% – доля рынка; повышается управляемость бизнеса и т.п.

Особое внимание уделяется вопросам построения производственной вертикали. Это связано с тем, что многие советские предприятия вошли в рыночную экономику, имея производственную структуру как с недостающими, так и избыточными звеньями. В новых же условиях потребовались и адекватные им формы координации. Недостающие элементы достраивают в рамках реструктуризации, которая предусматривает оптимизацию структуры портфеля бизнесов, видов деятельности, бизнес-процессов, а также продажу (покупку) непрофильных (профильных) активов и активов, находящихся вне рыночных ниш (на дотации у компании), приобретение активов, необходимых для реализации стратегии, оптимизацию состава и структуры имущественного комплекса и объектов незавершенного строительства.

Способность компании создавать, укреплять производственную вертикаль и эффективно ее использовать становится устойчивым конкурентным преимуществом. В последние годы появились мощные вертикально интегрированные компании – «Газпром», «Лукойл», «Норильский никель», «Русал» и др., контролирующие всю цепочку производства, от разведки недр, бурения, добычи полезных ископаемых, обогащения и переработки сырья до производства и сбыта конечных продуктов. Например, в «Газпроме» только основных, обеспечивающих и вспомогательных направлений деятельности насчитывается свыше десяти, а за ними стоят десятки предприятий. Особое значение для бизнеса таких компаний имеет интеграция между конечной переработкой сырья и маркетингом, где в основном и формируется ее рыночный имидж.

Российским компаниям, чтобы достойно противостоять конкурентам на мировом рынке, необходимо стремиться к внедрению международных стандартов ведения производственного процесса. Нужно увеличивать результативность компании, сокращать убытки, образующиеся из-за наличия в ее составе заготовительных и вспомогательных цехов.

Анализ российской практики реструктуризации позволяет утверждать, что основной тенденцией становится избавление от непрофильных активов, но компании до сих пор обременены такими бизнес-единицами. Применительно к сырьевым компаниям – это строительство, телекоммуникации и СМИ, санатории, профилактории и гостиницы, банки и финансовые организации, транспорт, торговля. Разнообразие видов деятельности, как профильной, так и непрофильной, порождает массу управленческих проблем, например, в организации бюджетирования, консолидации информации и ее последующем анализе.

Современный кризис ставит перед промышленниками задачи, от решения которых зависит, будут ли компании конкурентоспособны. Отток иностранных инвесторов, трудности с получением кредитных денежных средств заставляют компании пересматривать свою бюджетную политику и инвестиционные проекты, всячески сокращая издержки. Компании анализируют мировые тенденции в преобразовании своих активов и становятся на путь реструктуризации.

В начале 2000-х годов компания «Норникель» с целью своего оздоровления провела реструктуризацию, в результате которой появилось ОАО «ГМК «Норильский никель»». Преобразование было связано с выходом на внешние рынки для привлечения инвестиционного капитала. Но только структурной трансформацией дело не обошлось: в 2003 г. «Норникель» провел реструктуризацию с целью снижения себестоимости производимой продукции, и тогда количество персонала сократилось на 36%. Были ликвидированы дублирующие бизнес-процессы, повышена управляемость компании. В результате цена акций «Норникеля» с июля 2003 г. по март 2004 г. выросла практически вдвое. В дальнейшем основной тенденцией преобразований стало избавление от непрофильных активов, выполнялась программа компании по реструктуризации социальной сферы. Но и после ее завершения в составе «Норникеля» остались структуры, которые финансируются в рамках социальных проектов, хотя доля непрофильных активов в балансовой стоимости компании незначительна.

Примерно в это же время к реструктуризации подошли и другие российские компании. Одной из главных проблем, которые встали в ходе этого процесса перед компанией

«Русал», стало создание сервисного центра в Красноярске. Следует подчеркнуть, что суть реструктуризации подразумевает не просто преобразования, но и существенное изменение стратегии развития.

## Как и с какими целями?

Успешным компаниям также приходится проводить структурные преобразования, на что толкает стремление к расширению сферы деятельности или изменению условий управления. Отечественные компании осуществляют реструктуризацию на основе концепции реинжиниринга бизнес-процессов и бенчмаркинга. При этом учитываются стратегическое и оперативное планирование, а также управление финансами и персоналом компании. Зачастую для менеджмента компаний использование принципов реинжиниринга оказывается более сложным делом, чем решение всех предыдущих производственных задач, с которыми приходится сталкиваться. Другими словами, успешного и эффективного применения процессов реинжиниринга на практике пока не заметно.

Реструктуризация означает стремление к эффективной и прозрачной структуре, следовательно, приведение процедур корпоративного управления в компании в соответствие с требованиями, принятыми ведущими компаниями мира, и т.п. Однако реструктуризация ведет к определенным рискам: это потеря контроля при выделении и передаче подразделений и активов; сопротивление изменениям со стороны сотрудников и руководителей подразделений; недостаточное обеспечение соблюдения прав миноритарных акционеров при продаже активов и т.п.

Развитие экономики и финансовых рынков, накопление опыта в сфере корпоративных финансов привели к тому, что одно время сделки слияний и поглощений были весьма популярным инструментом повышения стоимости бизнеса отечественных компаний в средне- и долгосрочной перспективе. Одним из мотивов реструктуризации бизнеса при слияниях и поглощениях является рост стоимости за счет синергетического эффекта, то есть мультипликационного роста активов и финансовых результатов объединяющихся компаний, что важно для акционеров.

Концентрация производственных, финансовых и человеческих ресурсов дает компаниям новые конкурентные преимущества и упрощает выход и закрепление на международных рынках. Хорошо продуманная стратегия консолидации, анализ и четкое определение деталей предстоящей сделки есть залог ее будущего успеха. Однако в отечественной практике есть немало примеров, когда рынок с осторожностью воспринимал такие сделки.

В 2002 г. «Норникелем» было принято стратегическое решение о вхождении в золотодобывающую отрасль за счет приобретения ЗАО «Полюс». Анализ рынка показал в то время, что ожидается всплеск спроса на золото, в результате чего золотодобывающие активы должны были прибавить в цене и повысить инвестиционную привлекательность компании в целом. Было принято решение о развитии золотодобывающего направления в рамках группы ОАО «ГМК «Норильский никель»». Материнская компания предоставляла ЗАО «Полюс» денежные средства, благодаря которым проводились сделки по слияниям и поглощениям, с дальнейшим установлением контроля над поглощенной компанией. Оперативная деятельность контролировалась с помощью централизованной системы бюджетирования. Доходные и расходные статьи бюджета утверждались советом директоров «Норникеля» и согласовывались с «Полюсом». Материально-техническое снабжение и сбыт были централизованы.

После консолидации крупных золотодобывающих активов в рамках группы «Полюс» стало понятно, что акционерам гораздо выгоднее самостоятельная деятельность компаний «Полюс» и «Норникель». Тогда было принято решение выделить золотодобывающие активы и создать новую публичную компанию.

Золотодобывающие активы «Норникеля» на тот момент были недооценены из-за слабой прозрачности компании. Реорганизация происходила в форме выделения. В международной практике такая форма называется дивистицией.

Метод, которым произошло выделение золотодобывающего актива из состава материнской компании, называемые «отпочковывание» (split off). Его особенность заключается в том, что на одну акцию материнской компании эмитируется одна

акция выделяемой компании. Таким образом, на общее количество акций материнской компании приходится пропорциональное количество акций выделяемой компании. В результате «отпочковывания» акционерами материнской и выделенной компании остаются одни и те же лица. Собранием акционеров назначается руководство, которое будет управлять созданной компанией (руководство материнской компании не меняется).

В состав выделяемых активов вошли 100% акций «Полюса» и денежные средства, нужные для осуществления текущей финансовой деятельности и инвестиционных проектов.

Основной задачей ставилось создание крупной публичной золотодобывающей компании, имеющей определенное количество денежных средств, необходимых для финансирования текущей деятельности, при отсутствии долговой нагрузки. Выделение золотодобывающих активов из материнской компании и освобождение выделяемой компании от долговой нагрузки, если руководствоваться логикой корпоративных финансов, должно было повлечь за собой относительное падение стоимости акций «Норникеля». Но этого не произошло. Рост фондового рынка, повышение цен на металлы на лондонской бирже увеличили стоимость акций компании «Норникель» до 160 дол., а «Полюс золото» стал торговаться примерно на уровне 70 дол. за акцию.

Компания «Норникель», вовремя осознав, что стоимость золотодобывающих активов «не видна» для основных участников фондового рынка, пошла на реструктуризацию, хотя изначально золотодобывающие активы приобретались совсем для других целей.

Наиболее популярны в российских бизнес-компаниях мероприятия в области стратегии. Отечественные компании большое внимание уделяют задаче снижения расходов. Многие компании уже закончили выведение из своего состава социальных и непроизводственных активов и потому сегодня отмечают значимость этой меры по реструктуризации как не очень высокую. В то же время на первый план выходит концентрация на профильных направлениях деятельности и, соответственно, продажа непрофильных подразделений. Кроме того, приходится думать, что делать с проблемными и убыточными активами.

Единого подхода к реструктуризации для всех компаний не существует. Последовательность реструктуризации зависит от потенциала компании, ее позиции на внутреннем и внешнем рынках, поведения конкурентов на этих рынках, характеристики и сложности товара и производственного процесса. Большинство компаний, осуществляющих реструктуризацию, старается не просто снизить издержки или повысить управляемость, но увеличить стоимость компании, а с ней и инвестиционную привлекательность. Собственники осознают, что благодаря наращиванию капитализации можно заработать больше. При этом продажа низкоэффективных производств, даже по цене значительно ниже рыночной, также приносит доход. Погоня же за повышением продажной цены непрофильных активов может косвенно снизить и стоимость компании, и ее инвестиционную привлекательность.

## Примеры и принципы расширения бизнеса

Чаще всего успеху реструктуризации в отечественных компаниях мешают недостаточно проработанный план реструктуризации и неблагоприятные изменения на рынке. Можно предположить, что у компаний отсутствуют резервные варианты действий на случай «неправильного» развития событий. Неудачи в реструктуризации российских компаний нередко являются следствием не отрицательного влияния внешних сил, а упущений в планировании реструктуризации.

Мировая практика инвестирования свидетельствует, что финансовые рынки с настороженностью относятся к непрозрачным, сложно управляемым и излишне, с их точки зрения, диверсифицированным компаниям, так как инвесторам сложно подобрать пакет финансовых информационных инструментов, с помощью которых можно дать адекватную оценку эффективности вложений.

Примеров излишне диверсифицированных компаний не много.

Компания «Ростехнология» в 2010 г. намечает преобразования с авиаактивами. Хотя госкорпорация не будет возвращать их государству, а сама передаст крупнейшему перевозчику в ходе дополнительной эмиссии. «Ростехнология»

передает «Аэрофлоту» три ОАО – «Владивосток авиа», «Саратовские авиалинии», «Сахалинские авиатрассы» и (после акционирования) три ФГУПа – ГТК «Россия», «Орениа», «Кавминводьявиа».

«Алроса» в 2010 г. отказалась от претензий стать диверсифицированной компанией, сосредоточившись на добыче алмазов. Все остальные активы компания намерена продать, в том числе непрофильные: «Иреляхнефть» – за 120 млн дол., и железорудные проекты в Якутии (или найти для них стратегического партнера). Идея создать на базе компании «Алроса» национальную горнорудную компанию появилась в 2005 г., и уже в 2007 г. «Алроса» была готова приобрести блокирующий пакет акций компании «Полюс золото», рассматривала варианты покупки пакета акций «Норникеля». Компания приобрела и газовые активы на 14 млрд руб., вошла в проект по добыче железорудного сырья в Якутии. Когда в конце 2008 г. спрос на алмазы упал, у «Алросы» возникли проблемы с обслуживанием долга. Тогда же банк ВТБ купил у «Алросы» Уренгойскую газовую компанию и «Геотрансгаз» за 620 млн дол.

Есть примеры расширения бизнеса и другого плана. Компания ВР приобрела 1,25% акций «Роснефти» на IPO летом 2006 г. Из-за перспективности нетрадиционного газа итальянская ENI вошла в проект по добыче сланцевого газа в Северном Техасе с долей в 27,5%.

Инвесторы интересуются всеми крупными сделками компаний, касающимися приобретений или продажи активов, и анализируют их воздействие на совокупную стоимость. Положительный эффект на рыночную стоимость компании оказывает обнародование результатов сделки, которая является одним из видов захвата доли на рынке. Также положительный эффект дает реализация стратегических программ компаний по расширению деятельности, нахождению иных каналов сбыта и реализации своей продукции. Отрицательную реакцию рынка вызывают те компании, которые пытаются захватить долю в новом для себя бизнесе или распродают прибыльные активы. Но небольшая новость о начале реструктуризации, например, публикация ее программы, способна повысить интерес со стороны инвесторов и подогреть рыночную

стоимость компании на несколько процентов. Тщательно продуманные структурные изменения могут более чем вдвое увеличить капитализацию компании.

В современном мире для менеджмента насчитывается множество вариантов выбора различных стратегий в процессе реструктуризации компании. Так что на ее исход повлияет именно основательность, с которой высшее управленческое звено подойдет к вопросу реструктуризации.

Как и в странах Центральной и Восточной Европы, в России все началось с принятия решения о приватизации компаний. Ближе к 1997 г., когда приватизационные процессы стали затухать, многие собственники крупных холдингов задумались об управляемости полученного бизнеса и о его доходности. Раздел внутреннего рынка к тому времени практически завершился, и встал вопрос выхода на рынки международные. Все происходящее в российских компаниях далее в большой степени напоминало процессы в странах Центральной и Восточной Европы.

На начальной стадии реструктуризации исследовались конкурентоспособность, производственные возможности и производительность труда. Для уменьшения себестоимости производимой продукции увольнялся избыточный персонал, что позволяло наладить финансовые потоки.

Следующая стадия – сохранение квалифицированных кадров, привлечение иностранных экспертов, а также повышение управляемости производственных процессов.

Третья стадия реструктуризации связана с тем, что крупные компании (например, сырьевые) имеют капиталоемкие производства и требуют больших денежных средств. Внутренний рынок не обеспечивал их притока в нужном размере, поэтому с целью привлечения иностранных инвесторов российским сырьевым компаниям пришлось очищать свой баланс от непрофильных активов. А для повышения конкурентоспособности по сравнению с аналогичными компаниями – прибегнуть к узкой специализации своего производства. Практика показывает, что менеджмент узкоспециализированной компании концентрирует усилия в одной области,

структура активов более упорядочена, распыление денежных средств уменьшается.

Так, уже упоминавшаяся компания «Норникель», используя международный опыт, консолидировала на своем балансе большую часть золотодобывающих активов, а в 2006 г. их из своего состава вывела. В результате капитализация «Норникеля» не изменилась и составила (на ту дату) около 15 млрд дол. Акции компании остались востребованными как со стороны небольших инвесторов, так и стратегических. Такая оценка подтверждается недавним событием: в апреле 2010 г. акции «Норникеля» включены в список «А» первого уровня. В результате выделения золотодобывающего актива на российском фондовом рынке появилась «золотая» голубая фишка, интерес к которой проявляют не только местные, но и иностранные инвесторы.

И в заключение необходимо отметить, что у компании на момент проведения реструктуризации должна быть четкая система взаимоувязанных целей на кратко-, средне- и долгосрочную перспективу. Цели должны быть конкретными. При их постановке следует пользоваться количественными показателями и указывать сроки достижения. Для организации реструктуризации нужно сформировать рабочую группу, в состав которой включить штатных работников и внешних экспертов, ответственных только за реструктуризацию.

Программа реструктуризации должна быть оформлена специальным документом с указанием задач, мероприятий, этапов, сроков, ответственных и т.п. При планировании реструктуризации следует предусмотреть различные сценарии и планы чрезвычайных мер. Каждое из таких мероприятий должно быть экономически оправданно с учетом рисков. До осуществления реструктуризации необходимо разработать прогноз показателей и контролировать их своевременное достижение. Рабочая группа обязана осуществлять оперативный контроль за этим процессом и подготавливать отчеты руководству.