

На правах рукописи

Протасевич Роман Владимирович

**Стратегии инвесторов в условиях
финансовой неустойчивости компании**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2008

Работа выполнена на кафедре фондового рынка и рынка инвестиций
Государственного университета – Высшей школы экономики

Научный руководитель: Доктор экономических наук,
профессор Берзон Николай Иосифович

Официальные оппоненты: Доктор экономических наук,
профессор Бобылёва Алла Зиновьевна

Кандидат экономических наук,
доцент Шibaев Сергей Рафаилович

Ведущая организация: Академия народного хозяйства при Правительстве РФ

Защита состоится 5 июня 2008 года в 14:00 на заседании диссертационного
совета Д 212.048.02 в Государственном университете – Высшей школе
экономики по адресу: 101990, Москва, ул. Мясницкая, д. 20, ауд. 311.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного
университета – Высшей школы экономики.

Автореферат разослан “ “ мая 2008 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета

д.э.н.

С.Н. Смирнов

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В рыночной экономике в большинстве отраслей постоянно происходит изменение состава и соотношения сил компаний-участников. Финансовая устойчивость компании в современном мире, где каждый год изобретаются новые технологии, товары и услуги, может пошатнуться быстро и неожиданно, и средний промежуток времени, проходящий между процветанием и банкротством, стремительно сокращается. В этой связи особую актуальность для инвесторов, предоставляющих компаниям собственный или заёмный капитал, приобретают такие вопросы, как прогнозирование финансовой неустойчивости и способы её предотвращения, выбор наиболее эффективного решения в отношении финансово неустойчивых компаний, обеспечение координации между заинтересованными сторонами при выборе и осуществлении такого решения.

Диссертационное исследование посвящено анализу стратегий, которые доступны инвесторам для разрешения проблем, связанных с финансовой неустойчивостью компаний. В поле исследования попадают такие проблемы как прогнозирование и предупреждение финансовой неустойчивости, анализ и оценка издержек финансовой неустойчивости, выбор между реструктуризацией и ликвидацией финансово неустойчивой компании. Особое внимание уделяется роли асимметрии информации между разными группами инвесторов: по мнению автора, наличие такой асимметрии негативно влияет на оптимальность выбора инвесторов между реструктуризацией и ликвидацией бизнеса и приводит к неэффективному закрытию потенциально жизнеспособных компаний. Затрагиваемые исследованием вопросы особенно актуальны в российских условиях, поскольку:

- Многие институты, предназначенные для эффективного решения проблем, связанных с финансовой неустойчивостью, в России зародились сравнительно недавно, и только сейчас начинают играть действительно заметную роль. Так, в 2006 году достигло исторического максимума

количество зарегистрированных банкротств, составившее 60848 против 74 случаев в 1993 году, сразу после принятия первого закона о банкротстве.

- В отечественной практике крайне редки случаи реструктуризации и восстановления платежеспособности проблемного бизнеса. Если в странах с развитой рыночной экономикой восстановлением платежеспособности должника заканчивается 7-10% инициированных процедур банкротства, то в отечественной практике доля всех реабилитационных процедур составляет менее 1%, а их результативность оставляет желать лучшего.
- Российские компании гораздо чаще финансируют свое развитие за счет заемных средств, чем их конкуренты из других стран: такой способ финансирования привлекает 57% топ-менеджеров в России против 21% в среднем по миру и 44% по странам BRIC. Долговая нагрузка многих компаний уже находится на опасном уровне, поэтому недостаточно развитые механизмы разрешения проблемы финансовой неустойчивости могут иметь крайне неблагоприятные последствия в условиях наступления очередной понижительной фазы общемирового экономического цикла.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования являются российские финансово неустойчивые компании. Предмет исследования – совокупность отношений, возникающих между разными группами инвесторов в ситуации финансовой неустойчивости.

Цели и задачи исследования. Цель диссертационного исследования – выявить способы и механизмы повышения эффективности решений, принимаемых инвесторами в отношении финансово неустойчивых компаний. В соответствии с поставленной целью работа направлена на решение следующих задач, определивших логику исследования и его структуру:

- Обобщить международный опыт прогнозирования, диагностирования и разрешения ситуаций финансовой неустойчивости компаний;

- Рассмотреть российскую практику и тенденции в преодолении проблем, связанных с финансовой неустойчивостью;
- Провести анализ и дать количественную оценку важнейших параметров, определяющих действия российских инвесторов в отношении финансово неустойчивых компаний;
- Разработать модель деятельности компаний в состоянии финансовой неустойчивости;
- Оценить экономическую эффективность принимаемых инвесторами решений в отношении финансово неустойчивой компании и, в частности, определить влияние на эту эффективность асимметрии информации между разными группами инвесторов;
- Предложить способы повышения эффективности решений, принимаемых инвесторами;
- Проанализировать действенность предложенных способов повышения эффективности решений, принимаемых инвесторами, на данных по российским финансово неустойчивым компаниям.

Методологическая и теоретическая основа исследования. В основе исследования лежат современные теории инвестиционного и финансового анализа, концептуальные подходы теории инвестирования и агентских отношений, работы российских и зарубежных авторов в области инвестиций, финансового анализа и банкротства компаний. В частности, следует выделить труды Шумахера (1998) и Винтона (1995), эмпирические исследования Брис, Уэлш, Жу (2006) и Алдерсон, Беткер (1995). Большое влияние на общую направленность работы оказали идеи, изложенные в книге Слэттера и Ловетта «Корпоративная реструктуризация» (1999). Для решения поставленных в исследовании задач применяется инструментарий финансового и статистического анализа, теории игр, теории вероятностей, а также

систематизируется и анализируется информация о случаях финансовой неустойчивости российских компаний.

Степень научной проработанности проблемы. Вопросы финансовой неустойчивости и банкротства давно вызывают оживлённые дискуссии в научном сообществе, которые до сих пор не утратили своей остроты. Проблемами прогнозирования банкротства первыми начали заниматься Э. Альтман и У. Бивер, из российских авторов последнего времени можно назвать В.В. Ковалева, А.Д. Шеремета, Р.С. Сайфулина, О.П. Зайцеву и других. Проблема измерения издержек банкротства получила широкое освещение за рубежом и привлекла таких исследователей как Стэнли и Гирс, Э. Альтман, Дж. Уорнер, Л. Уайс и др. Из новейших исследований по данному вопросу можно назвать работы Брис, Уэлш, Жу (2006); Бен Бранч (2002); Андраде и Каплан (1998). Значительная часть исследований посвящена сравнительному анализу эффективности ликвидации и реструктуризации. Существенный вклад в изучение этого вопроса внесли такие авторы как Д. Бэирд, Брэдли и Розенцвейг, О. Харт, Ф. Истербрук, Шлайфер и Вишни, Бебчук, ЛоПуки и Витфорд, С. Гилсон, Э. Хотчкисс, Алдерсон и Беткер. В России проблемы измерения издержек банкротства и выбора между реструктуризацией и ликвидацией пока изучены мало.

Информационная база исследования. Исследование опирается на широкую информационно-статистическую базу и основано на новейших сведениях по вопросам финансовой неустойчивости и банкротства. Проверка результатов предложенной в исследовании модели производилась на выборке из 35 российских финансово неустойчивых компаний, представляющих 12 различных отраслей экономики и 14 разных регионов России. На подготовительном этапе, при выборе предмета исследования, автором был проведен опрос представителей крупных российских компаний по проблемам реструктуризации бизнеса.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

- Развит понятийный аппарат и уточнено экономическое содержание института банкротства и механизма реструктуризации финансово неустойчивых компаний;
- Разработана оригинальная модель, позволяющая изучать взаимодействие инвесторов в финансово неустойчивые компании и оценивать, насколько эффективны результаты такого взаимодействия;
- Предложен новый подход к изучению проблемы выбора между реструктуризацией и ликвидацией финансово неустойчивых компаний, рассматривающий асимметрию информации между собственниками и кредиторами в качестве основного препятствия для осуществления оптимального выбора из этих двух вариантов;
- Развито понимание структуры финансирования с использованием субординированных займов как способа ограничить число сторон, участвующих в переговорах по вопросу реструктуризации финансово неустойчивой компании, и тем самым повысить эффективность и результативность этих переговоров;
- Предложена новая трактовка слияний и поглощений с участием финансово неустойчивых компаний как рыночного механизма, позволяющего преодолеть асимметрию информации между собственниками и кредиторами, препятствующую эффективной реструктуризации бизнеса;
- Выявлена и проанализирована сигнальная роль специализированных консультантов по реструктуризации и финансовому оздоровлению, помогающих устранить асимметрию информации между собственниками и кредиторами проблемных компаний и тем самым способствующих проведению успешной реструктуризации в тех случаях, когда она возможна;

- В противоположность существующим работам по тематике финансовой неустойчивости и банкротства, которые преимущественно апеллируют к примерам североамериканских компаний и статистическим данным США, настоящее исследование посвящено анализу российской практики реструктуризации и ликвидации финансово неустойчивых компаний.

Практическая значимость исследования. Полученные в ходе исследования результаты могут применяться российскими компаниями и инвесторами в процессе выбора стратегии действий в ситуациях финансовой неустойчивости бизнеса с целью нахождения оптимального пути выхода из кризисной ситуации и снижения издержек, связанных с банкротством и финансовой неустойчивостью. Выводы исследования также имеют прикладную ценность для развития российской практики решения проблем финансовой неустойчивости в рамках совершенствования российского законодательства по вопросам несостоятельности, банкротства и финансового оздоровления компаний.

Апробация результатов исследования. Основные результаты и выводы исследования были представлены на различных конференциях и семинарах, опубликованы в научных и деловых изданиях (см. третий раздел настоящего автореферата), а также широко использовались автором в ходе его практической деятельности в роли консультанта по реструктуризации и финансовому оздоровлению компаний, действующих в розничной торговле, пищевой, нефтегазовой, металлургической, горнодобывающей отраслях. Основные итоги работы были представлены в докладе «Стоит ли инвестировать в ценные бумаги проблемных и финансово неустойчивых компаний?» на конференции «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка - 2007», состоявшейся в апреле 2007 года. Ключевые положения доклада легли в основу статьи «Инвестиции в ценные бумаги проблемных и финансово неустойчивых компаний в России: сегодня и завтра», вышедшей в четвертом номере рекомендованного ВАК

журнала «Экономический вестник Ростовского государственного университета» за 2007 год. Отдельные разделы исследования использовались автором при подготовке и проведении учебных занятий для слушателей программы MBA в Высшей школе менеджмента при Государственном университете – Высшей школе экономики.

II. ОБЗОР РЕЗУЛЬТАТОВ РАБОТЫ

Диссертационная работа логически разбита на три части. В *первой главе* рассмотрены теоретические основы состояния финансовой неустойчивости, даны пояснения по его природе и возможных причинах, обобщены существующие оценки связанных с ним издержек, проведен анализ существующих методов прогнозирования, диагностирования и разрешения проблем, связанных с финансовой неустойчивостью. В современной экономической науке доминирующим является представление о финансовых и операционных трудностях, в некоторых случаях перерастающих в банкротство, как о неотъемлемом атрибуте развития компании. Проблемы возникают при переходе от одной стадии развития к другой, в момент радикальной трансформации внутренних процессов и механизмов управления. На внутреннюю эволюцию бизнеса накладываются благоприятные и неблагоприятные внешние импульсы. Состояние острой финансовой неустойчивости часто вызывается совокупностью внутренних и внешних факторов, взаимно усиливающих друг друга: чтобы внутренняя неэффективность привела к явным финансовым затруднениям обычно требуется некое неблагоприятное внешнее событие, а неблагоприятные изменения внешней среды с большей вероятностью спровоцируют кризис в компании, если в её бизнесе имеется определённая внутренняя слабость.

Эмпирические исследования показывают, что первопричиной кризиса чаще становятся внутренние факторы. Так, Ричард Витэкер (1999) на выборке американских финансово неустойчивых компаний определил, что с различными внутренними проблемами было связано 76,8% финансовых

кризисов (в т.ч. в 37,5% фирм кризис был вызван как внешними, так и внутренними факторами). Сведения о причинах кризиса в российских компаниях более противоречивы. О. Якубова (2007) утверждает, что в России, в отличие от зарубежных стран, неблагоприятные внешние условия деятельности становятся главными причинами кризисного состояния компаний. О. Татаурова (2007) приходит к противоположным выводам, отмечая, что на развитие несостоятельности анализируемых ею российских предприятий наибольшее влияние оказали внутренние факторы. Проведенная в рамках настоящего диссертационного исследования эмпирическая проверка (см. третью главу работы) также указала на доминирующее влияние внутренних факторов, однако одновременно выявила в России более высокую роль внешних факторов по сравнению с результатами Р. Витэкера (1999), полученными для США.

Состояние финансовой неустойчивости связано для компании с прямыми и косвенными издержками, которые в конечном итоге ложатся на инвесторов. Прямые издержки, также называемые издержками банкротства, представляют собой материальные затраты, возникающие непосредственно при проведении процедуры банкротства и включают оплату различных судебных и административных расходов. По оценкам разных авторов прямые издержки банкротства могут в среднем составлять от 3,1% до 24,9% от активов и зависят от размера проблемной компании. Под косвенными издержками понимаются потери эффективности, связанные с утратой финансовой стабильности, возникновением у различных контрагентов сомнений относительно будущих перспектив компании и соответствующим снижением стимулов к сотрудничеству с ней. Они более значительны по размеру, чем прямые издержки, и раньше начинают оказывать влияние на деятельность проблемной компании. По мнению Альтмана (1984), косвенные издержки составляют от 59% до 65% совокупных издержек финансовой неустойчивости и банкротства.

Расчеты Бена Бранча (2002) свидетельствуют, что доля косвенных издержек достигает 53%-61%.

Для эффективного управления своими вложениями и минимизации потерь, связанных с ситуациями финансовой неустойчивости в компаниях-объектах вложения, инвесторам важно уметь заблаговременно такие ситуации прогнозировать. К настоящему времени разработано уже большое количество различных методов предсказания банкротства, и в диссертационном исследовании предлагается их краткий обзор с описанием преимуществ и недостатков различных методик. Ввиду того, что количественные методы прогнозирования банкротства, разработанные за рубежом, заметно теряют в точности при использовании их в России, основной акцент в работе сделан на методики российских авторов. Из западных методов в диссертации рассматриваются только уже ставшие классическими труды Бивера (1966) и Альтмана (1968, 1978, 2000), после чего разбираются российские подходы – рейтинговое число R Сайфулина-Кадыкова, модель Иркутской государственной экономической академии, модель Колышкина и др. Из экспертных методов прогнозирования банкротства в работе освещается методика Аргенти (1976).

В случаях, когда предотвратить финансовую неустойчивость не удалось, перед инвесторами встает вопрос о выборе между ликвидацией, заключающейся в расформировании проблемной компании и продаже её активов на аукционе, и реструктуризацией, подразумевающей сохранение финансово неустойчивой компании в виде единого бизнеса с возможностью рассчитаться по обязательствам позднее. В научном сообществе существуют разные точки зрения о том, какой из этих вариантов действий является оптимальным. Основными аргументами в пользу ликвидации являются:

- Реструктуризация, сохраняющая компанию в виде единого целого, только консервирует существующую неэффективность в использовании ресурсов, в

то время как аукцион по максимально возможной цене передает имущество лицам, способным найти ему оптимальное применение;

- Длительность процесса реструктуризации и связанные с этим процессом высокие затраты приводят к размыванию стоимости и сокращению масштабов бизнеса. Большинство компаний после реструктуризации существенно уменьшаются в размере и теряют рыночные позиции;
- После реструктуризации почти все компании демонстрируют неудовлетворительные финансовые показатели – рентабельность ниже средней по отрасли и чрезмерно высокую долговую нагрузку;
- Нарушения в ходе реструктуризации приоритета прав требований среди инвесторов.

Среди доводов в пользу реструктуризации можно перечислить:

- Реструктуризация результативна в том смысле, что позволяет сохранить в виде единого действующего бизнеса три из четырех подвергнутых этой процедуре компаний;
- По данным эмпирических исследований, ликвидация и реструктуризация длятся сопоставимое время, схожи по величине административных затрат, однако в конечном итоге реструктуризация обеспечивает инвесторам большие денежные выплаты. При этом ликвидация ввиду высоких затрат в особенности неэффективна в отношении малых компаний;
- При ликвидации активы компании реализуются со значительным дисконтом к их справедливой рыночной стоимости. Этот дисконт особенно велик, когда проблемы компании спровоцированы общеотраслевым кризисом, и возможные покупатели активов сами испытывают финансовые сложности.
- Рентабельность компаний, прошедших реструктуризацию, хотя и не высока, в четырех случаях из пяти все же дает инвесторам доход более высокий, чем

продажа активов компании и вложение вырученных средств в диверсифицированный портфель ценных бумаг, по структуре соответствующий фондовому индексу.

Наличие такого большого количества разных мнений по этому вопросу позволяет говорить о том, что в каждом случае выбор между реструктуризацией и ликвидацией должен осуществляться индивидуально, с учетом отраслевых условий, перспектив компании, ликвидности активов, затрат на ту или иную процедуру и других факторов.

Во *второй главе* предлагается модель, предназначенная для анализа результатов взаимодействия инвесторов в ситуациях финансовой неустойчивости и выработки практических рекомендаций, направленных на улучшение этих результатов. Общая структура модели представлена в Таблице 1. Более подробное описание используемых предпосылок, ограничения на введенные переменные и обоснование реалистичности принятой структуры модели приводятся в полном тексте диссертационного исследования.

В момент $t=0$ информированность собственника и кредиторов одинакова, они знают все существующие в модели сценарии, вероятность реализации этих сценариев и соответствующие им значения переменных модели. Однако в момент $t=1$ между собственником и кредиторами возникает информационная асимметрия: собственник владеет более точной информацией о возможном денежном потоке во втором периоде, поскольку, проработав в компании первый период, он лучше кредиторов понимает перспективы отрасли и внутренние возможности бизнеса. В результате кредиторы владеют информацией только о рисковом составляющей потенциального денежного потока во втором периоде, а собственнику дополнительно известна величина гарантированного денежного потока X^D_2 на второй период. Информация о точном значении X^D_2 неverifiedируема, т.е. собственник, получив её, может раскрыть эти сведения кредиторам, однако не способен представить никаких

доказательств в подтверждение своих слов. Кредиторы могут убедиться в правдивости слов собственника, только понеся финансовые и временные затраты на сбор и анализ дополнительной информации о компании и её перспективах. Величина таких затрат для каждого кредитора одинакова и составляет c_1 , причём кредиторы в силу своей многочисленности и расплывлённости не имеют возможности обмениваться полученной информацией и потому вынуждены нести указанные затраты каждый самостоятельно.

Таблица 1. Модель деятельности финансово неустойчивой компании

	t=0	t=1	t=2
Собственник	<ul style="list-style-type: none"> • Учреждает компанию • Занимает у кредиторов сумму I 	<ul style="list-style-type: none"> • При наличии средств выплачивает кредиторам сумму $I(1+r_1) < X^D_1 + X^V_1$ • При нехватке средств предлагает кредиторам реструктурировать долг и отсрочить платеж по нему в обмен на весь денежный поток, приносимый компанией к моменту $t=2$ 	<ul style="list-style-type: none"> • Получает премию $k > 0$, если компания не обанкротилась в $t=1$ • Получает весь денежный поток компании, если в $t=1$ были выплачены долги • Отдает весь денежный поток компании кредиторам, если в $t=1$ долг реструктурировался
Кредиторы	<ul style="list-style-type: none"> • Выделяют собственнику кредит в сумме I 	<ul style="list-style-type: none"> • Получают погашение долга и процентов в сумме $I(1+r_1)$ либо • При отсутствии погашения голосуют по предложению собственника о реструктуризации • Ликвидируют компанию, если предложение не принято 	<ul style="list-style-type: none"> • Не участвуют в получении денежных потоков, если в $t=1$ был погашен долг либо была ликвидирована компания • Получают весь денежный поток компании, если долг реструктурировался в $t=1$
Компания	<ul style="list-style-type: none"> • Инвестирует сумму I в рисковый инвестпроект 	<ul style="list-style-type: none"> • Приносит гарантированный денежный поток $0 < X^D_1 < I(1+r_1)$ • Приносит рисковый денежный поток $X^V_1 > 0$ с вероятностью $(1-p_1)$ • Имеет ликвидационную стоимость активов $L=L_1 > 0$ с вероятностью $(1-p_L)$ и ликвидационную стоимость $L=0$ с вероятностью p_L 	<ul style="list-style-type: none"> • Не существует, если была ликвидирована кредиторами в $t=1$, иначе • Приносит денежный поток X^D_2, величина которого в $t=1$ известна только собственнику и может составлять $Y > L_1$ либо ноль • Приносит рисковый денежный поток $X^V_2 > 0$ с вероятностью $(1-p_2)$, причем $(1-p_2) X^V_2 < L_1$ • Имеет нулевую ликвидационную стоимость активов

В диссертационном исследовании демонстрируется, что при заданной структуре модели в ситуациях, когда компания оказывается неплатежеспособна (т.е. денежный поток в первом периоде составляет X^D_1), но имеет потенциал (в терминах модели соответствует случаю $X^D_2=Y$) и при этом обладает высокой ликвидационной стоимостью ($L=L_1>0$), асимметрия информации между собственником и кредиторами приводит к неэффективной ликвидации бизнеса. Собственник заинтересован любой ценой предотвратить банкротство, а потому вне зависимости от имеющихся у него сведений об истинных перспективах компании на второй период постарается убедить кредиторов, что она принесёт высокий доход. Кредиторы, в свою очередь, не могут отличить компанию, обладающую потенциалом ($X^D_2=Y$), от компании нежизнеспособной ($X^D_2=0$): они не желают нести затраты c_1 на проведение углубленного анализа состояния компании и получение точной информации, поскольку эти затраты велики, а их результативность заранее неизвестна. В результате ликвидируются все компании, в том числе и перспективные, в отношении которых данная мера неоптимальна.

Основной практический вывод из базовой версии модели состоит в том, что собственникам компаний, обладающих потенциалом, но временно оказавшихся в состоянии финансовой неустойчивости, чтобы избежать ликвидации необходимо тем или иным способом вызвать доверие кредиторов, облегчить им доступ к информации об истинном состоянии бизнеса и дистанцироваться от финансово неустойчивых компаний, реструктуризация которых неэффективна. В качестве таких способов в исследовании предлагаются три стратегии собственника: разделение кредиторов на классы, поиск внешнего инвестора и привлечение специализированного консультанта по реструктуризации. Каждой из этих стратегий в работе посвящена отдельная модификация базовой модели, показывающая, каким образом данная стратегия собственника влияет на равновесный исход взаимодействия инвесторов в

ситуации финансовой неустойчивости и позволяет улучшить его по сравнению с изначальным вариантом модели.

Разделение кредиторов на классы и выделение субординированного долга позволяет заранее ограничить число кредиторов, участвующих в возможных переговорах о реструктуризации. В случае возникновения финансовой неустойчивости компания сначала удовлетворяет требования держателей обыкновенного долга, а затем приступает к переговорам о реструктуризации с держателями долга субординированного. Такие переговоры в определённых условиях оказываются более успешными, чем переговоры со всеми кредиторами сразу, поскольку:

- После выведения из компании средств для расчета с держателями обыкновенного долга перспектива ликвидации бизнеса становится для держателей субординированного долга менее привлекательна, поскольку его ликвидационная стоимость падает.
- Сокращается количество сторон, участвующих в переговорах о реструктуризации, что облегчает координацию действий и снижает затраты на передачу информации.
- Субординированными кредиторами, как правило, являются инвесторы, специализирующиеся на работе с высокорискованными вложениями и в силу этого имеющими собственную развитую аналитическую службу и большой опыт оценки истинного состояния и перспектив финансово неустойчивых компаний. Кроме того, размер их вложений как правило выше, чем у инвесторов в обычные долговые обязательства, что повышает заинтересованность в проведении тщательного анализа ситуации, поскольку затраты на такой анализ сравнительно относительно невелики по сравнению с возможными выгодами и убытками инвестора.

Другой альтернативой для собственника финансово неустойчивой, но перспективной компании является нахождение для неё внешнего инвестора, готового взять на себя погашение долгов. Для внешнего инвестора информационная асимметрия не так значительна, как для кредиторов: он, обладая отраслевыми знаниями и опытом работы с проблемными и финансово неустойчивыми компаниями, может лучше чем кредиторы и с меньшими затратами оценить перспективы реструктуризации терпящего бедствие бизнеса. В случае успеха сделка между собственником и внешним инвестором позволяет кредиторам полностью получить причитающиеся им выплаты, собственнику поддержать свою репутацию и избежать банкротства компании, а внешнему инвестору даёт денежные потоки от приобретенного бизнеса.

Наконец, собственник может нанять независимых консультантов по реструктуризации и финансовому оздоровлению, авторитетное мнение которых о состоянии финансово неустойчивой компании и опыт работы в подобных ситуациях станут позитивным сигналом для кредиторов. При этом важно, чтобы консультанты имели хорошую репутацию и дорожили ей, в противном случае их заключение о состоянии бизнеса не вызовет у кредиторов должного доверия. Помимо выполнения чисто сигнальной функции консультанты, регулярно участвующие в финансовом оздоровлении проблемных компаний, могут также использовать свои отработанные методики для повышения эффективности самого процесса реструктуризации.

Третья глава диссертационного исследования посвящена изучению опыта российских компаний и инвесторов в области финансовой неустойчивости. В первом разделе главы рассматривается отечественная статистика банкротств в сравнении с международной, приводятся оценки по текущему уровню просроченных долгов в экономике, отмечаются некоторые особенности финансовой политики российских компаний, способные привести к увеличению случаев несостоятельности в будущем, разбираются текущее состояние и динамика рынка неработающих долгов и инвестиций в

проблемные активы. Проведенный анализ позволяет заключить, что в целом институт банкротства и рынок неработающих долгов в России пока ещё не играют такой же важной регулирующей роли в экономике, как в развитых странах, однако их значение постепенно увеличивается. В стране быстро формируется рынок инвестиций в проблемные долги и активы, и вложение средств в ценные бумаги проблемных и финансово неустойчивых компаний в скором будущем может стать одним из перспективных направлений инвестиционной деятельности в России, на что указывают как иностранный опыт, так и современные тенденции развития российского рынка.

Во втором разделе третьей главы приводятся итоги вычислений, сделанных автором по выборке из 35 российских компаний, столкнувшихся с проблемой финансовой неустойчивости, из которых 8 тем или иным образом сумели рассчитаться с кредиторами и сохранились в виде единого бизнеса, а оставшиеся 27 были ликвидированы. Проведенный анализ показал, что:

- В российских условиях внутренние причины формирования финансовой неустойчивости встречаются несколько чаще, чем внешние – 76% против 66% соответственно. При этом в 43% случаев финансовая неустойчивость была одновременно вызвана как неблагоприятным внешним воздействием на бизнес, так и просчетами в управлении.
- Прямые издержки банкротства и финансовой неустойчивости для российских компаний демонстрируют достаточно большой разброс – их отношение к активам колеблется от 0,1% до 71% при среднем значении 11,3%. Чем крупнее компания, тем больше ресурсов приходится тратить в случае её банкротства или реструктуризации, однако относительная величина таких издержек с увеличением масштабов бизнеса падает.
- Можно наблюдать существенную разницу в динамике активов компаний, которые позднее были ликвидированы, и теми, которые впоследствии прошли реструктуризацию. Если первые за год, предшествующий

банкротству, как правило, сокращались в размерах и в среднем теряли около 29% активов, то вторые, напротив, расширились и вели активную инвестиционную деятельность, которая в некоторых случаях и подорвала их финансовую устойчивость. В среднем за предшествующий финансовому кризису год активы реструктурированных компаний выросли на 79%.

- Только одна из реструктурированных компаний продемонстрировала сокращение годовой выручки, в то время как среди ликвидированных компаний такую динамику можно отметить в 44% наблюдений. Среднестатистическая реструктурированная компания за год, предшествующий финансовому кризису, увеличила выручку на 42%, тогда как средняя ликвидированная компания показала рост выручки на 10%.
- Все компании выборки на момент анализа находились в неудовлетворительном финансовом состоянии – их собственный капитал, как правило, был отрицательным и в среднем составлял -10% от пассивов. Для реструктурированных компаний этот показатель был несколько лучше, чем для ликвидированных – в среднем 3% против -15%. И у тех и у других компаний наблюдался существенный дефицит собственных оборотных средств, у 80% компаний они отсутствовали в принципе.
- Полностью соответствующие принятым нормам показатели ликвидности не продемонстрировала ни одна компания из выборки, включая и те, которые сумели преодолеть финансовую неустойчивость. В то же время расчеты показали, что реструктурированные компании в среднем обладали более высокой ликвидностью, чем ликвидированные. Коэффициент текущей ликвидности по этим двум группам соответственно составил 0,78 и 0,54, быстрой ликвидности – 0,49 и 0,39, абсолютной ликвидности – 0,14 и 0,03.
- Показатели деловой активности не позволяют говорить о каких-либо существенных различиях между реструктурированными и ликвидированными компаниями. В целом их можно признать

неудовлетворительными и не соответствующими обычно предъявляемым требованиям: активы обращаются медленно, деятельность нерентабельна.

- Принятые методики прогнозирования банкротства для большинства компаний из выборки правильно указали на наличие финансовых проблем в бизнесе, хотя и продемонстрировали некоторую погрешность. При этом, однако, они оказались бесполезны для выявления компаний, которые могли быть и впоследствии были реструктурированы.
- Компании, сумевшие избежать ликвидации, активно использовали стратегии преодоления асимметрии информации, теоретический анализ которых представлен во второй главе диссертационного исследования (см. Рис. 1).

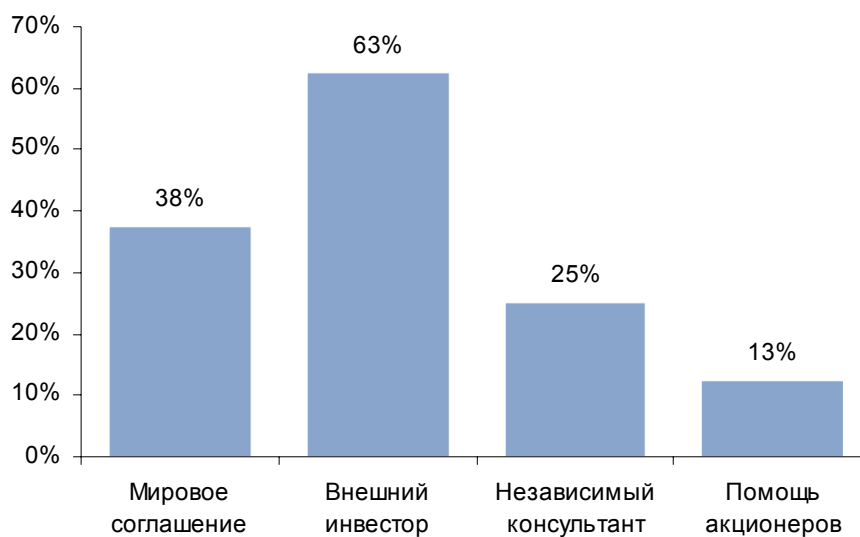


Рис. 1. Способы преодоления финансовой неустойчивости

Основные выводы:

1. Первопричиной возникновения финансовой неустойчивости компаний в большинстве случаев (76% по данным выборки) является внутренняя неэффективность бизнеса, однако для появления острого финансового кризиса, как правило, дополнительно требуется внешний импульс в виде негативных движений рынка или ужесточения регулирования.

2. Финансовая неустойчивость и банкротство связаны с существенными прямыми и косвенными издержками, оказывающими негативное влияние на доходность вложений инвесторов. Величина прямых издержек финансовой неустойчивости для российских компаний может значительно колебаться, но в среднем составляет 11,3% от активов при медианном значении 3,1%. Эти цифры не сильно отличаются от полученных другими авторами с использованием западных данных.
3. Универсального решения проблемы финансовой неустойчивости не существует. В одних случаях более эффективным вариантом действия является ликвидация проблемного бизнеса, в других – его сохранение и реструктуризация. Оптимальный выбор зависит от особенностей той или иной ситуации: причин, породивших кризис, возможности их устранения, величины затрат на ликвидацию и на реструктуризацию и др.
4. Основной причиной принятия неэффективных решений в выборе между ликвидацией и реструктуризацией является асимметрия информации между собственниками и кредиторами финансово неустойчивой компании. Построенная в ходе исследования модель деятельности финансово неустойчивой компании и проведенные эмпирические расчеты показали, что в отличие от собственников кредиторы в большинстве ситуаций неспособны оценить перспективы реструктуризации проблемной компании, а потому выбирают ликвидацию чаще, чем это оптимально.
5. Традиционные методы финансового анализа, применяемые кредиторами, не помогают последним разделить проблемные компании на те, которые можно реструктурировать, и те, которые в связи с полным отсутствием перспектив следует ликвидировать. Хотя в среднем показатели более эффективных реструктурированных компаний выглядят несколько лучше, чем у ликвидированных, на индивидуальном уровне в ситуации

финансовой неустойчивости сделать различие между жизнеспособным и нежизнеспособным бизнесом кредиторам достаточно затруднительно: и в том и в другом случае стандартные финансовые коэффициенты, как правило, неудовлетворительны, а принятые методики прогнозирования указывают на высокую вероятность банкротства в будущем.

6. Негативная роль информационной асимметрии имеет принципиальное значение для России, где существует значительный информационный дисбаланс между контролирующими бизнес собственниками и всеми прочими заинтересованными сторонами. Нехватка достоверных сведений и отсутствие доверия между сторонами переговоров о реструктуризации часто становятся причиной закрытия потенциально жизнеспособных компаний. Если в развитых странах с эффективным институтом банкротства восстановлением платежеспособности должника заканчивается 7-10% инициированных процедур о несостоятельности, то в России в 2006 году на восстановления платежеспособности были направлены лишь менее 1% таких процедур, причем только в каждом пятом из таких случаев цель была достигнута.

7. Для предотвращения ликвидации жизнеспособного, но финансово неустойчивого бизнеса его собственники должны предпринимать меры по упрощению координации действий инвесторов и снижению информационной асимметрии между ними, например:

- Заблаговременное разделение долга на обыкновенный и субординированный в целях сокращения числа кредиторов, участвующих в переговорах о реструктуризации, и снижения привлекательности альтернативы, связанной с ликвидацией;
- Привлечение дополнительного финансирования от внешнего инвестора, для которого информационная асимметрия не так

значительна, как для кредиторов, вследствие его глубоких отраслевых знаний и/или опыта работы с проблемными компаниями;

- Привлечение к процессу переговоров и реструктуризации независимого консультанта по реструктуризации и финансовому оздоровлению, авторитетное мнение которого о состоянии финансово неустойчивой компании и опыт работы в подобных ситуациях станут позитивным сигналом для кредиторов.

8. Количество случаев неэффективного закрытия компаний в России должно сократиться с ростом их информационной прозрачности, развитием рынка проблемных долгов и активов, увеличением количества инвесторов, специализирующихся на вложениях в финансово неустойчивый бизнес, и активизацией деятельности консультантов, занимающихся проведением комплексной реструктуризации.

III. СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Работы, опубликованные автором в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ

1. Протасевич Р.В. Инвестиции в ценные бумаги проблемных и финансово неустойчивых компаний в России: сегодня и завтра. / *Экономический вестник Ростовского государственного университета*, том 5, №4 2007. – с. 38-44 (0,69 авт. л.).

Другие работы, опубликованные автором по теме диссертации

2. Протасевич Р.В. Стоит ли инвестировать в ценные бумаги проблемных и финансово неустойчивых компаний? / *Фондовый рынок. Современное состояние, институты и тенденции развития*. – М.: ГУ-ВШЭ, 2007. – с. 228-237 (0,54 авт. л.).

3. Протасевич Р.В. Реструктуризация бизнеса: опыт и подходы российских компаний. / *Исследование компании КПМГ* — М: КПМГ, 2006 (в соавторстве с А.Ю. Ерофеевым, общий объем работы 1,36 авт. л.; личный вклад – 0,68 авт. л.).
4. Протасевич Р.В. Методы прогнозирования возможных неплатежей по корпоративным облигациям. / *Фондовый рынок России. Теория и практика развития.* – М.: ГУ-ВШЭ, 2006. – с. 271-284 (0,72 авт. л.).

Лицензия ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.

Подписано в печать 24 апреля 2008 г. Формат 60x84/16

Бумага офсетная. Печать офсетная.

Усл. печ. л. 0,96.

Тираж 100 экз. Заказ № _____

Типография издательства ГУ-ВШЭ
125319, г. Москва, Кочновский пр-д, д. 3