

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.59-77>

JEL classification: G30



Создание стоимости для стейкхолдеров путем реструктуризации бизнеса: анализ деятельности российских авиакомпаний после введения санкций

Александр Степанов ✉главный аналитик, ООО «УК «РОСНАНО», Москва, Россия,
Alexanderstepanovst@yandex.ru, [ORCID](#)**Александр Каяткин**специалист по ВЭД, ЗАО «ЭМИС», Москва, Россия,
askayatkin@edu.hse.ru, [ORCID](#)

Аннотация

Исследование посвящено оценке стратегий реструктуризации, используемых российскими авиакомпаниями для преодоления негативного влияния кризиса 2022 г., вызванного санкционным давлением западных регуляторов, с точки зрения способности создавать ценность как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров. Для проведения количественного анализа эффективности антикризисных стратегий применялись методы оценки, основанные на традиционных бухгалтерских показателях, а также показатели VBM (управления стоимостью бизнеса), учитывающие альтернативные издержки. Качественный анализ включает оценку действий и решений руководства с точки зрения того, не нарушают ли они интересы основных сторон компаний. Исследование проводилось на основе таких показателей, как: PBITD/CE, PBITD/TD, ROA, валовая прибыль, рентабельность EBITDA, чистый долг к EBITDA, EVA, индекс устойчивого роста и индекс гармонизации интересов. Были изучены особенности антикризисных стратегий, используемых российскими авиакомпаниями ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа», оценены бухгалтерские коэффициенты, а также динамика экономической прибыли. Была построена матрица устойчивости роста и оценена эффективность стратегий реструктуризации с точки зрения создания стоимости как для финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров. Были сделаны выводы о перспективах дальнейшего развития компаний. Все эти результаты могут быть приняты во внимание при разработке более устойчивых стратегий реструктуризации другими компаниями, столкнувшимися с финансовыми трудностями.

Ключевые слова: стейкхолдеры, экономическая добавленная стоимость, индекс гармонизации интересов, индекс устойчивого роста, матрица устойчивости роста, стратегии реструктуризации, российские авиакомпании

Цитирование: Stepanov A., Kayatkin A. (2023) Stakeholder Value Creation through Business Restructuring: Post Sanctions Evidence from Russian Airlines. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 59-77. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.59-77>

Введение

Впервые проблема изучения понятия реструктуризации бизнеса компании как механизма преодоления финансовой нестабильности была затронута в конце XX в. С тех пор исследование данной проблемы приобретает все большую актуальность, поскольку экономическая обстановка становится все более сложной и динамичной, и такие резкие изменения в ней могут влиять на целые сектора экономики.

Рассматривая реструктуризацию бизнеса, можно отметить, что несмотря на сходство направлений мер реструктуризации каждая компания обладает собственными индивидуальными характеристиками. На выбор стратегии реструктуризации влияют различные факторы, включая изначальные предпосылки критического финансового положения компании и существующие трудности. Перед руководством компании стоит задача принять меры по преодолению финансовой нестабильности с учетом интересов стейкхолдеров.

В последнее десятилетие многие исследователи внесли свой вклад в изучение проблемы финансовой нестабильности, стратегий ее преодоления, а также эффективности реализации таких стратегий. Среди иностранных авторов, изучавших проблематику реструктуризации бизнеса, можно выделить Е. Хотчкисса, М. Хопкинса, С. Гилсона, П. Аквита, Р. Гертнера, Д. Шарфтайна, Дж. Ли, Дж. Канни, а среди российских исследователей – И. В. Ивашковскую и других авторов.

Несмотря на большое количество работ по теоретическим вопросам, касающимся причин критического финансового положения и последующей реструктуризации бизнеса, не хватает публикаций, посвященных процессам реструктуризации, вызванным политическими санкциями зарубежных государств, которые ограничивают функционирование компаний и нарушают их деятельность. Кроме того, при анализе литературы по теме не обнаружено работ, исследующих взаимосвязь между реструктуризацией бизнеса и процессом создания стоимости одновременно как для финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров.

Исследователи также не уделяли внимания отдельным случаям реструктуризации авиакомпаний после введения санкций 2022 г. на развивающемся российском рынке, а это могло бы облегчить понимание характера проблем, вызванных санкционным давлением западных стран, определить ключевые меры, предпринятые руководством для стабилизации ситуации, оценить эффективность такой стратегии реструктуризации бизнеса с точки зрения создания стоимости для стейкхолдеров.

Целью исследования является решение прикладной задачи, заключающейся в определении основных проблем, с которыми сталкиваются российские авиакомпании после введения санкций 2022 г., и в оценке эффективности стратегий реструктуризации, реализованных российскими авиакомпаниями с точки зрения создания стоимости как для финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров.

Объектами исследования являлись российские авиакомпании ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр», а предметом исследования выступала оценка стратегий реструктуризации.

Основными источниками данных стали Bloomberg и Thomson Reuters, финансовая и нефинансовая отчетность компаний, а также другие общедоступные данные, предоставленные изучаемыми компаниями, включая публикации в СМИ и пресс-релизы.

В работе применяется метод кейсового анализа. Этот выбор обусловлен стремлением осуществить эмпирическое исследование конкретных действий и решений руководства, а так-

же провести количественный и качественный анализ эффективности всех стратегий реструктуризации, используемых компанией для преодоления новых трудностей.

Научная ценность исследования заключается в том, что оно может восполнить пробел в изучении проблем взаимосвязи между эффективностью реструктуризации бизнеса и созданием стоимости одновременно для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров компании.

Практическое значение настоящей работы заключается в том, что кейсовый анализ способен заинтересовать другие российские компании, которые столкнулись с трудностями в результате беспрецедентного санкционного давления. Изучение стратегий реструктуризации бизнеса ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа», а также оценка их эффективности могут способствовать разработке более результативных стратегий реструктуризации других компаний и привлечение внимания к составлению плана мероприятий, необходимых для преодоления кризисных ситуаций, возникших в результате внешних потрясений.

Теоретические аспекты критического финансового положения и процесса реструктуризации компании

Критическое финансовое положение и его исходные причины

Одной из ключевых задач стратегического финансового менеджмента является создание необходимых условий для обеспечения экономической безопасности компании, установление и реализация принципов устойчивого развития. Организация – это социально-экономическая система, которая ведет деятельность в рамках различных этапов своего жизненного цикла и взаимодействует с внешней средой.

В зависимости от этапа жизненного цикла компания устанавливает необходимые стандарты и нормы, благодаря которым она обеспечивает свое функционирование с минимальными издержками, достигая желаемого результата. Внешняя среда определенно непостоянна, а это влечет отклонения от установленных нормативов. Соответственно, существенное отклонение от нормы может привести к нестабильности. Одним из наиболее важных аспектов, устанавливающих основное направление развития компании, является процесс сохранения финансовой стабильности. Мы не утверждаем, что компания, испытывающая затруднения, в итоге потерпит крах, но постоянное ухудшение финансовых показателей деятельности в конечном итоге может привести к ее банкротству и существенному финансовому ущербу для акционеров и кредиторов компании.

Согласно Е. Хотчкиссу с соавт. [1] компания считается испытывающей финансовые затруднения, если ее ликвидных активов недостаточно, чтобы отвечать по текущим обязательствам в соответствии с договорами компании, по которым у нее имеются четко установленные сроки и обязательства их соблюдения. Например, к таким договорам могут относиться обязательства компании осуществлять своевременные купонные выплаты по облигациям. В случае нарушения данного обязательства держатели облигаций имеют право обратиться в суд с требованием исполнения условий договора.

Сходным образом М. Хопкинс [2] дает определение находящемуся в тяжелом положении бизнесу как бизнесу с избыточной задолженностью, который не способен выполнять обязательства по договорам займа. Однако сверхнормативная задолженность обычно не всегда является основной

причиной ухудшения финансовых показателей деятельности компании. К критическому финансовому положению приводят другие факторы, а избыточная задолженность может усугубить проблему.

Критическое финансовое положение возникает под воздействием широкого круга финансовых затруднений, с которыми может столкнуться компания в течение жизненного цикла. Согласно финансовой теории такие затруднения могут быть обусловлены эндогенными и экзогенными факторами риска. В целом эндогенные факторы риска касаются внутренних проблем компании, т.е. они оказывают отрицательное воздействие на конкретную фирму, а экзогенные факторы носят всеобъемлющий характер и могут влиять на многие фирмы в отрасли или на весь рынок.

В работе [3] описывается влияние каждого риска-фактора. Автор указывает ряд важных источников внешнего риска, таких как макроэкономические изменения, изменения в конкурентной обстановке, в государственном регулировании, социальные и технологические сдвиги. Согласно обзору автора около 41% компаний испытывают ухудшение финансовых показателей деятельности из-за неблагоприятной макроэкономической обстановки, 31% фирм сталкиваются с трудностями по причине меняющейся конкурентной среды, 13% несут потери из-за нормативно-правовых ограничений и на 15% отрицательно влияют социальные и технологические изменения. Несмотря на то что подтвердилась важность внешних факторов риска и их воздействия на операционную деятельность, общий обзор показывает, что практически 80% случаев критического финансового положения вызваны внутренними факторами риска, в особенности низким уровнем управления и некомпетентностью менеджмента.

Существует несколько причин того, что в XXI в. внешние факторы риска играют важную роль в возникновении критического финансового положения компаний. Во-первых, это влияние глобализации. В XXI в. мировая экономика становилась все более взаимосвязанной. Это значит, что компании более подвержены воздействию внешних факторов, таких как экономический спад, изменение курса обмена валют и политическая нестабильность в различных регионах мира. Е. Хатипоглу и Д. Пексен выявили, что санкции могут повысить вероятность банковских кризисов [4]. Полученные ими результаты также говорят о том, что финансовые санкции оказывают большее отрицательное влияние на стабильность банковских систем, чем торговые санкции. Эти результаты имеют существенное значение, демонстрируя, что санкции в качестве внешних потрясений, не только оказывают отрицательное воздействие на экономический рост, политическую стабильность и гуманитарную обстановку, но также могут нарушать финансовую стабильность стран, против которых направлены.

Во-вторых, возросла технологическая конкуренция [5]. С развитием интернета и WEB 3.0 во многих отраслях конкуренция усилилась. Это означает, что в конкурентной среде компании должны быстрее реагировать на изменения, включая появление новых участников рынка, изменение предпочтений потребителей и внедрение технологических инноваций. Компании, не способные адаптироваться к данным внешним факторам, могут оказаться в критическом финансовом положении.

Почему реструктуризация лучше банкротства

Принято считать, что реструктуризация во внесудебном порядке влечет меньше прямых и косвенных издержек, чем судебное производство. Причина заключается в том, что пере-

говоры с меньшим количеством заинтересованных сторон помогают избежать серьезного конфликта интересов. Кроме того, компании с крупными нематериальными активами также с большей вероятностью примут решение негласно провести реструктуризацию, поскольку в ее процессе, скорее всего, стоимость данных активов упадет. Относительно высокие издержки на реструктуризацию в судебном порядке создают для таких компаний более серьезную мотивацию сохранить стоимость нематериальных активов путем негласной реструктуризации.

В процессе реструктуризации предпринимались такие действия, как продление срока кредита, предоставление дополнительного финансирования либо конвертация долга в акционерный капитал [1]. По мнению С. Гилсона с соавт. [6], проблема с несудебной реструктуризацией заключается в том, что она не обеспечивает существенного уменьшения задолженности предприятия по сравнению с реструктуризацией, проводимой в судебном порядке.

Исследования Е. Хотчкисса, М. Альдерсона, Б. Беткера, С. Форте и Дж. Пеня [7–9], в которых проанализированы основные показатели эффективности деятельности компаний до и после реструктуризации, свидетельствуют о том, что реструктуризация не гарантирует улучшения эффективности деятельности компании. Многие компании вынуждены проводить реструктуризацию повторно.

В случае критического финансового положения компании могут прибегнуть к одной из двух стратегий: реструктуризация или банкротство. Реструктуризация подразумевает значительные изменения в операционной деятельности компании, управлении и финансовой структуре с целью повышения ее финансовой эффективности и возвращения рентабельности. С другой стороны, банкротство предусматривает судебное разбирательство, позволяющее компании провести реструктуризацию задолженности и операционной деятельности, чтобы уменьшить свои финансовые обязательства и заявить о себе как о жизнеспособном бизнесе.

Обычно реструктуризация считается лучшим выходом из ситуации, чем банкротство, потому что она позволяет компании продолжить работу, одновременно решая финансовые проблемы. Это означает, что сотрудники могут сохранить свои рабочие места, а компания может продолжить предоставлять товары и услуги заказчикам. В то же время реструктуризация направлена на максимальное увеличение стоимости компании путем укрепления ее финансового положения и решения фундаментальных проблем. Реструктуризация может быть более гибким процессом, чем банкротство, позволяя стейкхолдерам приспособить план к конкретным потребностям компании, в результате чего может быть принято более эффективное решение. Это может способствовать защите интересов стейкхолдеров, включая акционеров, кредиторов и сотрудников. В стратегию реструктуризации могут входить меры по сокращению расходов, рефинансирование кредитов и займов, избавление от непрофильных активов и повышение операционной эффективности. Реструктуризация может оказаться трудным процессом, и она требует эффективного руководства и стремления принимать трудные решения, чтобы снова добиться прибыльности бизнеса.

Когда компания объявляет о банкротстве, суд осуществляет контроль за этим процессом. При реструктуризации, напротив, менеджмент компании сохраняет контроль в своих руках и может реализовать план, отвечающий интересам всех стейкхолдеров. Банкротство потенциально может нанести ущерб репутации компании и ее взаимосвязям с поставщика-

ми, заказчиками и сотрудниками, затрудняя ведение бизнеса в будущем. Банкротство может оказаться сложным и затратным процессом. При его осуществлении могут потребоваться реструктуризация задолженности, продажа активов и перезаключение договоров с поставщиками и другими стейкхолдерами. Напротив, реструктуризацию рассматривают как шаг к улучшению финансового положения компании и обеспечению ее жизнеспособности в долгосрочной перспективе.

Решение о реструктуризации или об объявлении о банкротстве зависит от конкретных обстоятельств компании и ее стейкхолдеров. Стейкхолдеры зачастую принимают решение о реструктуризации или банкротстве, исходя из экономической целесообразности. Решения необходимо принимать с пониманием, какой из вариантов создаст большую экономическую стоимость. Были случаи, когда ликвидационная стоимость компании существенно превышала прогнозируемый доход на несколько лет вперед, поэтому принималось решение об инициации банкротства. Наконец, решение о реструктуризации или банкротстве зависит от конкретных обстоятельств, в которых находится компания, включая тяжесть ее критического финансового положения, наличие финансовых и иных ресурсов, а также готовность ключевых стейкхолдеров поддержать план реструктуризации.

Ключевые элементы успешной реструктуризации компании

Тема реструктуризации компании вызвала значительный интерес как в стратегической, так и в финансовой сферах. Концепция реструктуризации портфеля заключается в существенных изменениях в структуре активов компании, которые осуществляются путем инвестирования в различные предприятия и структурные подразделения либо путем вывода средств из них [10]. Хотя определенные категории исследования реструктуризации компаний принципиально важны при критическом положении организации, например, предотвращение дефолта, они требуют широкомасштабной трансформации. Реструктуризация управления может повлечь смену генерального директора и топ-менеджеров, а также состава совета директоров [3; 11].

Операционная реструктуризация

Прежде чем приступить к конкретным действиям, важно провести тщательную оценку текущего положения дел в компании, включая ее финансовое состояние, положение на рынке и операционные возможности. Это поможет определить исходные причины проблем и послужит руководством для составления эффективного плана реструктуризации. После завершения оценки компании необходимо выработать четкую стратегию на будущее.

Операционная реструктуризация подразумевает ряд стратегий, направленных на повышение эффективности и рентабельности путем снижения прямых издержек и рационализации накладных расходов в соответствии с объемом деловых операций. Обычно среди таких стратегий сокращение издержек, получение дохода и оптимизация операционных активов. В случае компаний, испытывающих финансовые затруднения, часто начинают с операционной реструктуризации, поскольку оценка стратегического положения компании утрачивает актуальность, когда существует риск банкротства в ближайшем будущем [11]. Для бизнеса, столкнувшегося с операционными трудностями, может быть достаточно сокращения издержек при одновременном применении приносящих доход стратегий, заключающихся в корректировке цен, например, увеличение или уменьшение цены в зависимости от чувствительности продукта, и в маркетинговых ме-

рах, направленных на стимулирование спроса [11]. Реструктуризация означает процесс восстановления экономической эффективности проблемной или неблагополучной компании с целью возвращения ее финансовой стабильности и конкурентоспособности.

По мнению Дж. Брикли, К. Смита и Дж. Зиммермана [12], проблема организационной архитектуры весьма важна. Компания должна быть хорошо структурирована, а сотрудники должны понимать лиц, принимающих решения. Чтобы достичь восприятия организационных изменений, топ-менеджеры должны четко знать, каким образом компания пришла к имеющей архитектуре и в более общем плане, почему определенные виды организаций хорошо функционируют в конкретной среде. Такое понимание важно хотя бы потому, что расходы на организационные изменения могут оказаться весьма высокими. Сотрудники также должны исполнять распоряжения руководства и не иметь свободы действий.

Согласно Х. Крамеру-мл., М. Мобуссину и А. Раппапорту, чтобы повысить стоимость компании, руководство должно поставить основной ее целью долгосрочное увеличение ее стоимости; провести тщательное исследование перед принятием решений о крупных капиталовложениях; распределять капитал с максимальной отдачей; отдавать приоритет стратегиям, а не проектам, учитывая применение передовых практик работы с частным акционерным капиталом в публичных компаниях; генеральный директор должен работать в тесном сотрудничестве с советом директоров, чтобы определить роль каждого его члена в создании долгосрочной стоимости [13].

Кроме того, по результатам анализа, проведенного Дж. Брикли, К. Смитом и Дж. Зиммерманом, утверждается, что расширение продуктовой линейки может способствовать получению новых источников дохода [12]. В их работе отмечается, что сокращение издержек также принципиально важно. Компаниям, проводящим реструктуризацию, зачастую необходимо сократить расходы, чтобы увеличить прибыльность. Этого можно достичь различными способами, такими как операционная эффективность, перезаключение договоров и сокращение штата работников.

Эмпирические исследования обнаружили связь между стратегиями операционной эффективности и успешной реструктуризацией, что подтверждено в работе К. Джона, Л. Ленга и Дж. Петтера [14]. Тем не менее на данный момент еще эмпирически не доказано, может ли операционная реструктуризация привести к восстановлению компании, оказавшейся на грани банкротства.

Финансовая реструктуризация

Зачастую компаниям, проводящим реструктуризацию, необходимо реструктурировать свою задолженность или получить дополнительное финансирование. К этим мерам могут относиться согласование более выгодных условий с кредиторами или инвесторами, получение новых или рефинансирование старых кредитов и займов, выпуск акционерного капитала.

Реструктуризация задолженности позволяет компании сократить долговую нагрузку, уменьшив платежи по процентам и телу долга, пролонгируя задолженность или конвертировав задолженность в акции компании [6]. Другим механизмом реструктуризации задолженности является привлечение дополнительного капитала. Одним из примеров данной стратегии является привлечение в капитал компании прямых инвестиций в ходе реструктуризации. Хотя долговые обязательства компании не изменятся, компания получит дополнительную ликвидность, которую она сможет использовать для оплаты текущей задолженности.

Как отметил К. Джон [15], в дополнение к сокращению задолженности и реорганизации восстановление существенной части ликвидности является крайне важной частью мер по реструктуризации. Кроме того, в качестве средства повышения ликвидности в период критического финансового положения предлагалось сокращение дивидендных выплат. Однако в вопросе теоретического и эмпирического влияния таких мер не наблюдается однозначного согласия. В то время как уменьшение дивидендов может привести к быстрому повышению ликвидности, оно также может произвести отрицательный сигнальный эффект на рынках капитала.

Реструктуризация портфеля

По мнению Дж. Диала и К. Мерфи [16], в процессе реструктуризации важно сконцентрироваться на основном виде деятельности. Это может означать отказ от непрофильной деятельности, рационализацию производства и улучшение обслуживания и взаимоотношений с клиентами. Уменьшение размеров предприятия в целях экономии и концентрация на направлениях, создающих стоимость, также являются способами реструктуризации, при этом неприбыльные активы и виды деятельности необходимо продать или выделить в отдельную компанию, не связанную с данным бизнесом. Это помогает компаниям в сокращающихся отраслях достигать более высоких показателей эффективности и стоимости. Исследования, проводимые Д.Дж. Денисом и Т. Крузом [17], Д.К. Денисом и Д. Шомом [18], К. Хаккала [19] и К. Маркидесом [20], объяснили положительное воздействие продажи активов на эффективность деятельности компании действием таких факторов, как снижение долговой нагрузки, большее внимание к основным областям специализации и рост производительности в результате избавления от предприятий с меньшей производительностью.

Чтобы провести реструктуризацию, компании могут рассмотреть приобретение бизнесов с такими же основными областями специализации, как и у них, и с потенциальной возможностью получения прибыли в долгосрочной перспективе. Этот шаг в особенности важен для фирм, которые имеют неверную внутреннюю стратегию, работают с устаревающим или находящимся на стадии спада товаром либо на зрелых или сужающихся рынках [11]. Приобретение других компаний также может служить стратегией ускорения роста для фирм с низкими показателями финансовой деятельности, но еще не находящихся в критическом положении.

Управленческая реструктуризация

Замену руководства высшего звена зачастую считают необходимым шагом к успешной оптимизации компании. Г. Милано с соавт. пришли к выводу, что сильная команда руководителей критически важна для успешной реструктуризации [21]. Команда должна четко понимать проблемы, с которыми сталкивается компания, а также обладать навыками и опытом, необходимыми для реализации плана реструктуризации.

Согласно Дж. Диалу и К. Мерфи кадры являются решающим фактором успеха реструктуризации, и очень важно вовлечь их и поддерживать их мотивацию в процессе реструктуризации [16]. К данным мерам можно отнести регулярное общение, профобучение и повышение квалификации работников, а также одобрение их достижений и соответствующее поощрение. Несколько исследований свидетельствуют о том, что между количеством независимых директоров в Совете директоров и возможностью выживания компании существует положительная корреляция [22; 23]. Однако другие исследования не обнаружили существенной разницы

между количеством независимых директоров в обанкротившихся фирмах и компаниях, сумевших выжить (Ф. Эллуми и Ж. Гуйе) [24].

Из вышеприведенных исследований непонятно, действительно ли смена руководства в компаниях, испытывающих финансовые затруднения, способствует их восстановлению. Если рассматривать реакцию фондового рынка в качестве индикатора восприятия эффективности такой смены, то указанные работы не дают однозначного вывода.

Наконец, для успешной реструктуризации необходимы постоянные совершенствование и контроль. Поэтому следует регулярно проверять степень выполнения плана, по мере необходимости вносить корректировки и обеспечивать соответствие компании своей стратегической концепции.

Обзор способов оценки эффективности реструктуризации

Реструктуризация бизнеса – непростой процесс, требующий значительных усилий руководства. Несмотря на то что продолжение функционирования фирмы можно считать показателем успешной реструктуризации, это не всегда так. На самом деле в истории есть множество примеров компаний, продолживших деятельность после реструктуризации, но через несколько лет снова оказавшихся в критическом финансовом положении и балансирующих на грани банкротства. Поэтому неверно полагать, что любая завершенная реструктуризация гарантирует успех. Напротив, необходим многосторонний подход, рассматривающий различные метрики оценки ее эффективности.

Существует несколько способов оценки эффективности деятельности компании после реструктуризации. Самым простым способом является оценка того, смогла ли компания провести успешную реструктуризацию и при этом остаться независимой.

Традиционный подход к оценке эффективности реструктуризации бизнеса подразумевает применение бухгалтерского метода, а именно анализа бухгалтерских коэффициентов и метрик во время критического финансового положения и после реструктуризации. Чтобы оценить стратегии восстановления фирм, испытывающих финансовые затруднения, следует использовать различные метрики, такие как PBITD (Прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации)/Продажи, ROE (рентабельность собственного капитала), ROA (рентабельность активов), PBITD/CE (PBITD/задействованный капитал) и PBITD/TD (PBITD/совокупный долг). Цель заключается в оценке их эффективности по сравнению с фирмами, которые так и не смогли вернуться к нормальной операционной деятельности. Все применяемые метрики говорят о существенном снижении эффективности в период, начиная за два года до критического положения и вплоть до непосредственного наступления такого положения. Самое серьезное снижение наблюдается у показателя PBITD/TD, что говорит о падении рентабельности, а также резком увеличении задолженности компании. Все показатели: рентабельность по прибыли, рентабельность собственного капитала и активов, доходность денежного потока к задействованному капиталу и покрытие задолженности потоком денежных средств, демонстрируют резкое падение. Это говорит о том, что эффективность стратегий восстановления необходимо оценивать при помощи универсального подхода, рассматривающего различные метрики эффективности.

Рентабельность – широко применяемая метрика для измерения эффективности во многих исследованиях. В некоторых работах [3] используют номинальную прибыль до удержа-

ния налогов, и только С. Слэттер корректирует ее до фактической прибыли до удержания налогов [25]. Среди наиболее распространенных коэффициентов рентабельности выделяют рентабельность совокупных активов (ROA) и рентабельность инвестиций (ROI).

Не следует для оценки успешности реструктуризации полагаться только на текущую рентабельность. Важно учесть целый ряд показателей. Чтобы решить данный вопрос, в нескольких исследованиях используют многочисленные бухгалтерские показатели.

Согласно мнению Н. Пандита [26], полагаться только на показатели, построенные на данных бухгалтерской отчетности, – распространенная ошибка в исследованиях реструктуризации. Также при исследовании общего управления и финансовой части существенно различаются показатели успешности. Вместе с тем при оценке результатов реструктуризации принципиально важен выбор между бухгалтерскими и рыночными способами измерения. Однако Е. Хотчкисс [7] приводит противоречивые результаты, применяя бухгалтерские способы измерения, обычно используемые в исследовании общего управления. В то время как одни исследователи утверждают, что рыночные средства измерения менее подвержены манипуляциям, другие говорят о том, что они необъективны из-за ожиданий [27; 28]. Более правильным вариантом для оценки эффективности является использование комбинации бухгалтерских и небухгалтерских показателей. Б. Зиммерман [29] говорит о необходимости достижения согласия между стейкхолдерами (инвесторы, члены совета директоров, менеджмент и др.). Данный подход принимает во внимание контекстуальные вариации, что принципиально важно, учитывая гетерогенность случаев реструктуризации. Тем не менее использование только мнения людей может привести к субъективным результатам.

Чтобы преодолеть ограничения, связанные только с бухгалтерскими показателями, можно применить более качественный подход для измерения эффективности стратегий реструктуризации. Изучение руководителей предлагает альтернативные концепции измерения результатов реструктуризации. Например, В. Ачарья и К. Субраманиан [30] для определения успешности стратегий реструктуризации используют инвестиции компании в НИОКР и количество патентов. Е. Лов и М. Краатц [31] применяют изменения в репутации как дополнительное средство измерения эффективности. В то время как данные альтернативные средства измерения предоставляют ценные наблюдения касательно фактического влияния стратегий реструктуризации, они могут давать меньше возможностей для сравнения, чем бухгалтерские показатели.

В научной литературе признается необходимость оценки эффективности реструктуризации бизнеса. Существует два основных направления оценки: анализ количественных данных на примере изучения бухгалтерских коэффициентов, показателей доходности и доходности рыночных метрик в период критического финансового положения и после реструктуризации бизнеса и качественный метод. Следует отметить, что в обзор научной литературы, посвященной оценке эффективности реструктуризации бизнеса, не входит информация об использовании показателей концепции управления стоимостью бизнеса (VBM), которые принимают во внимание альтернативные издержки / инвестиционные риски и, соответственно, позволяют определить возможность создания реальной стоимости для акционеров компании. Помимо этого, в существующем пласте научных работ практически не рассматривается эффективность

процесса реструктуризации с точки зрения нефинансовых стейкхолдеров. Все это создает предпосылки для изучения вопроса оценки эффективности реструктуризации бизнеса в контексте создания реальной стоимости как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров.

Переориентация и финансовая реструктуризация авиакомпаний

Практические меры и реакция российских авиакомпаний на критическое финансовое положение, вызванное санкциями 2014 г.

В марте 2014 г. Россия приняла в свой состав Крым, что привело к введению экономических санкций Европейским союзом и другими странами. Эти санкции оказали существенное воздействие на российскую экономику, уже испытывавшую трудности из-за снижения цен на нефть. В результате началась резкая девальвация рубля, за которой последовала инфляция, а российским потребителям и бизнесу стало труднее оплачивать авиаперелеты. В то же время девальвация рубля повлекла рост цен на услуги авиакомпаний, включая лизинг воздушных судов, платежи по которому зафиксированы в валюте. Вместе с этими трудностями авиатранспортная отрасль России также пострадала от падения спроса на международные рейсы. Многие западные авиакомпании отменили или сократили количество рейсов в Россию из-за экономических санкций и геополитической напряженности, что еще сильнее ограничило возможности совершения полетов для российского потребителя.

В результате действия данных факторов в российской авиатранспортной отрасли произошло значительное падение спроса на авиаперелеты в 2014–2015 гг. По данным Федерального агентства воздушного транспорта, пассажиропоток российских авиакомпаний снизился на 4.4% в 2014 г. и на 15.6% в 2015 г. Это было особо ощутимо на международном рынке, где пассажиропоток упал на 16.7% в 2014 г. и 27.6% в 2015 г.

Чтобы преодолеть данные трудности на рынке многие российские авиакомпании предприняли меры по снижению расходов, такие как сокращение сети маршрутов и размера парка судов. Некоторые авиакомпании также попытались диверсифицировать источники доходов, предлагая дополнительные услуги, такие как грузовые перевозки и наземное обслуживание.

Несмотря на данные трудности российская авиатранспортная отрасль продемонстрировала устойчивость и приспособляемость. Многие авиакомпании попытались расширить свое присутствие на отечественном рынке, который в последние годы оставался достаточно стабильным. Вместе с тем Правительство России предприняло шаги по поддержке отрасли, такие как финансовая поддержка проблемных авиакомпаний и меры по обеспечению сообщения в отдаленных частях страны.

В качестве реакции на эти проблемы многие российские авиакомпании стремились сократить издержки и повысить эффективность. Среди данных мер реструктуризация хозяйственных операций, отказ от убыточных рейсов и усиленное внимание к более прибыльным рынкам. Некоторые авиакомпании также пытались диверсифицировать свои источники доходов, предлагая дополнительные услуги, такие как грузоперевозки и наземное обслуживание.

ПАО «ЮТэйр» входит в реестр системообразующих предприятий Российской Федерации и обладает высокой кон-

курентоспособностью на рынке авиатранспортной отрасли. До 2020 г. эта авиакомпания входила в пятерку крупнейших перевозчиков страны. «ЮТэйр» обладает широкой региональной сетью маршрутов по стране, занимает важное место в транспортной системе Ханты-Мансийского автономного округа и Тюменской области. Авиакомпания обладает современным парком воздушных судов, насчитывающим 63 самолета и 337 вертолетов.

«ЮТэйр» также прошла финансовую реструктуризацию, столкнувшись с финансовыми затруднениями в 2014 г. из-за долговой нагрузки, превышавшей 160 млрд руб. Чтобы разрешить эту ситуацию компания провела переговоры с объединением кредиторов из 11 банков, в результате которых был составлен план реструктуризации, утвержденный 30 декабря 2015 г. Согласно данному плану ПАО «ЮТэйр» обеспечило два синдицированных кредита в размере 42,6 млрд руб. со сроком выплаты 7 и 12 лет, а также осуществило два выпуска облигаций в размере 13,3 млрд руб. со сроком погашения 7 и 12 лет. Данные кредиты были обеспечены активами и гарантиями Группы компаний «ЮТэйр» наряду с государственной гарантией, покрывающей 50% семилетнего синдицированного кредита. В рамках инициативы по повышению эффективности ПАО «ЮТэйр» оптимизировало сеть маршрутов и сократило парк воздушных судов на треть. Эти меры позволили снизить затраты на персонал и сэкономить до 100 млн долл. на лизинговых платежах.

Авиакомпания «Трансаэро», одна из крупнейших российских авиатранспортных компаний, заявила о банкротстве в 2015 г. из-за финансовых затруднений, вызванных экономическим спадом и девальвацией рубля. Авиакомпания накопила значительную задолженность, и авиационные органы власти России приостановили ее деятельность из соображений безопасности. В 2015 г. кредиторы авиакомпании «Трансаэро»: ВТБ, «Газпромбанк», «Новикомбанк», «Промсвязьбанк», Московский кредитный банк, «Сбербанк», «Россельхозбанк» приняли решение о банкротстве, а не реструктуризации задолженности. Причиной такого решения стал расчет, показывающий, что ликвидационная стоимость компании будет выше ее цены в случае продолжения деятельности после реструктуризации.

2 сентября 2015 г. появилась новость, что «Аэрофлот» планирует приобрести 75% плюс одна акция «Трансаэро» всего за один рубль. Покупка осуществлялась при условии реструктуризации «Трансаэро», полного операционного контроля и ее интеграции в «Аэрофлот». Тем не менее по истечении срока получения необходимой доли в «Трансаэро» эта доля не была предоставлена. Затем 1 октября было объявлено, что «Аэрофлот» принял решение не приобретать «Трансаэро».

Путем реструктуризации активов, в том числе за счет продажи 35 воздушных судов, компания смогла сократить свою налоговую нагрузку на 22%. Однако расчет денежных потоков с учетом возможного сокращения показал, что это не оказало бы существенного влияния на финансовую стабильность «Трансаэро». Потери кредиторов в ходе реструктуризации намного бы превысили их убытки от ликвидации при любом из рассматриваемых сценариев. Кредиторы потеряли бы от 60 до 78% от изначальной суммы задолженности. Поэтому при любом сценарии продолжения деятельности компании убытки кредиторов превысили бы убытки при ликвидации. Процедуру банкротства начали защищенные кредиторы, чьи ликвидационные убытки еще меньше. После объявления о банкротстве авиакомпания

«Трансаэро» провела сложную процедуру ликвидации, в том числе продажу активов и погашение задолженности. Российское правительство вмешалось в процесс для поддержки пострадавших сотрудников и пассажиров авиакомпании, некоторые из них оказались в затруднительном положении, когда деятельность «Трансаэро» была прекращена. В 2016 г. «Аэрофлот» – российский флагманский авиаперевозчик – приобрел некоторые активы «Трансаэро», включая воздушные суда и маршруты полета компании в рамках плана расширения своей деятельности и укрепления позиции на рынке. Тем не менее многие долги «Трансаэро» так и не были выплачены, и ликвидация длилась несколько лет.

В целом банкротство «Трансаэро» стало знаменательным событием в истории российской авиатранспортной отрасли, особо подчеркнув трудности, с которыми сталкиваются авиакомпании во времена экономической неопределенности, и необходимость процессов эффективной реструктуризации и погашения задолженности.

Кейсовый анализ переориентации бизнеса российских авиакомпаний после введения санкций 2022 г.

Методология анализа создания стоимости для стейкхолдеров

Традиционно бухгалтерские метрики используют для анализа финансовой стабильности и оценки эффективности деятельности бизнеса. В рамках нашего исследования применение метода, основанного на коэффициентах и метриках, полученных из финансовой отчетности, необходимо не только для краткого анализа эффективности стратегий реструктуризации, но также для сравнения результатов такого метода с результатами более всестороннего метода, а именно управления стоимостью бизнеса (VBM).

Для оценки финансовых показателей эффективности компании выбраны финансовые показатели, ранее примененные С. Сударсанамом и Дж. Лаи [32] и отражающие рентабельность компании в отношении долгосрочного капитала, привлеченного для деятельности, и эффективность задействованных активов:

$$PBITD / CE = \frac{PBITD}{\text{Задействованный капитал}}, \quad (1)$$

где PBITD – прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации.

$$PBITD / TD = \frac{PBITD}{\text{Общий долг}}, \quad (2)$$

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Общие активы}}. \quad (3)$$

Также взяты показатели операционной рентабельности, ранее примененные Е. Хотчкиссом [7], М. Альдерсоном и Б. Беткером [8], С. Гилсоном [6] для оценки текущих операций:

$$\text{Валовая прибыль} = \frac{\text{Общая выручка} - \text{Себестоимость реализованной продукции}}{\text{Общая выручка}}, \quad (4)$$

$$\text{Рентабельность EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Общая выручка}}, \quad (5)$$

где EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации.

Экономическая добавленная стоимость (EVA) используется чаще всего при применении метода управления стоимостью бизнеса. Расчет по формуле показывает, получает ли компания дополнительную прибыль от инвестированного капитала. В зависимости от результата можно сделать вывод об эффективности деятельности компании и ее руководства (Таблица 1).

Таблица 1. Оценка эффективности в зависимости от показателей EVA

Показатель EVA	Описание	Прибыль
EVA = 0	Рентабельность инвестированного капитала равна стоимости капитала	0
EVA > 0	Добавленная стоимость компании растет, капитал используется эффективно, реальная стоимость растет	Да
EVA < 0	Добавленная стоимость компании падает, инвестированный капитал используется неэффективно, поэтому реальная стоимость снижается	Нет

Многочисленные отечественные и зарубежные исследования [33; 34] широко изучали и обсуждали основополагающие факторы создания долгосрочной стоимости, которые не относятся к финансовым аспектам и включают в себя такие элементы, как конкурентное преимущество, лояльность клиентов и сотрудников, управление цепочками поставок и другое. Кроме того, данные нефинансовые факторы оказывают существенное влияние на финансовые показатели деятельности. Следовательно, эффективное управление нефинансовыми факторами позволяет компаниям достичь успеха, который можно измерить при помощи финансовых показателей. Поэтому в анализ создания долгосрочной стоимости входит оценка как финансовых, так и нефинансовых факторов.

На создание нефинансовых драйверов стоимости, критически важных для сохранения долгосрочной стоимости, воздействует широкий круг стейкхолдеров. Согласно И.В. Ивашковской [35], создание сети стейкхолдеров становится обязательным условием для получения конкурентных преимуществ, поскольку как акционеры, так и нефинансовые стейкхолдеры потенциально могут существенно влиять на компанию, которая в свою очередь влияет на них. Ценность взаимосвязей с указанными сторонами настолько значительна, что наряду с теорией акционерной стоимости набирает популярность концепция стоимости для стейкхолдеров.

Как отметила И.В. Ивашковская [36], чтобы оценить стратегические альтернативы на основании интересов стейкхолдеров компании, вводится индекс гармонизации интересов (INI). Данный индекс измеряет изменения, возникающие в результате действий и решений в рамках стратегических альтернатив, принятых с целью соответствия интересам стейкхолдеров. Шкала оценок, используемая для индекса, состоит из трех значений: +1 указывает на соответствие стратегических интересов компании интересам каждой категории стейкхолдеров, 0 говорит об отсутствии конфликта между стратегическими интересами компании и интересами стейкхолдеров, а -1 означает расхождение в интересах компании и интересах каждой категории стейкхолдеров.

Полученные оценки относятся ко всему стратегическому периоду и основываются на потенциальном влиянии стейкхолдеров на компанию, при этом их вес присваивается, исходя из мнения экспертов. Взвешивание оценок осуществляется на основании степени влияния на компанию каждого стейкхолдера, при этом максимальный вес составляет 100%. Вес определяется согласно экспертной оценке. Средневзвешенное значение необходимо рассчитать отдельно для положительных и отдельно для отрицательных показателей.

Участие нефинансовых стейкхолдеров играет решающую роль в создании внутренней стоимости компании. Гармоничные взаимоотношения со стейкхолдерами помогают снизить риски. Помимо этого, такое стремление к сотрудничеству способствует созданию возможностей для накопления интеллектуального и социального капитала, усиливая преобразовательную функцию знаний и в итоге позволяя реализовать перспективы роста. Напротив, снижение индекса гармонизации интересов приводит к росту риска стейкхолдеров. В этих случаях также снижается потенциальная возможность получения положительной экономической прибыли.

Причины выбора ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа» для кейсового анализа

В 2022 г. санкции имели широкомасштабное воздействие на различные сектора экономики. На реакцию отрасли на санкционное давление влияет несколько факторов. Среди них степень интегрированности предприятий отрасли в мировое производство, характер связей в мировых цепочках поставок (включая уровень зависимости от импорта и его географическое распределение), наличие иностранных производителей в российской промышленности, зависимость отечественного рынка от импорта, опыт отрасли в преодолении предыдущих санкций в 2014 г. и способность предприятий адаптироваться к данным мерам. Авиационный сектор столкнулся с самым тяжелым кризисом в истории, начиная с 2020 г., как в Российской Федерации, так и на международном уровне. Причиной стало быстрое распространение вируса COVID-19 и вследствие этого – ограничение авиаперелетов.

В 2022 г. российская авиационная отрасль испытала еще более серьезные трудности. Она значительно пострадала от санкций, введенных против России в результате специальной военной операции на Украине.

Утром 24 февраля авиакомпании столкнулись с запретом на полеты на юге Российской Федерации. Согласно приказу Федерального агентства воздушного транспорта, была приостановлена работа 11 аэропортов в городах: Анапа, Белгород, Брянск, Воронеж, Геленджик, Краснодар, Курск, Липецк, Ростов-на-Дону, Симферополь и Элиста. Сначала ограничения установили до 2 марта, но затем их продлевали каждую неделю, и они действуют до настоящего момента.

В ответ на специальную военную операцию на Украине Великобритания первая закрыла свое воздушное пространство для российских авиакомпаний. В течение следующих нескольких дней Чешская Республика, Польша, Болгария,

Латвия, Румыния и ряд других европейских стран закрыли небо для российских перевозчиков, после чего председатель Европейской комиссии Урсула фон дер Ляйен объявила о закрытии для них всего воздушного пространства ЕС. Такой же запрет ввели Канада и Соединенные Штаты. В ответ Российская Федерация объявила о запрете полетов и перелетов над своей территорией (например, в Юго-Восточную Азию) авиакомпаниям из 35 стран Европы и Канады, что оказало существенное влияние на деятельность этих компаний.

ЕС опубликовал обновленный пакет санкций, введенных против Российской Федерации. В него вошел запрет на поставку в Россию гражданских воздушных судов и запчастей для них, а также их обслуживание и страхование. В то же время иностранным лизингодателям обязали вернуть себе пассажирские самолеты, уже переданные в лизинг российским перевозчикам. На фоне массовых арестов иностранных самолетов российские перевозчики из опасений за свой парк начали отменять международные рейсы даже в страны, открытые для полетов.

США также наложили ограничения на экспорт авиационных товаров в Россию и запретили обслуживание десятков Боингов. Эксперты отмечают, что в данном секторе присутствует существенная зависимость от западного оборудования. В апреле 2022 г. российские авиакомпании владели парком из 1287 воздушных судов для коммерческих перевозок. Из них 1101 составляли пассажирские суда, 84 – грузовые самолеты, а из оставшихся – 42 самолета бизнес-класса и 60 самолетов госавиации. Около 67% самолетов в парке произведены иностранными компаниями, при этом данные воздушные суда, изготовленные за рубежом, обеспечивали около 95% общего пассажирооборота.

По данным Росстата, пассажиропоток российских авиакомпаний в 2022 г. снизился на 14%, до 95.2 млн человек, включая 17 млн, воспользовавшихся международными рейсами – 17.8% от общего числа. Тем не менее это не стало существенным ударом, поскольку из-за пандемии международные перевозки из России уже значительно сократились. К концу 2021 г. международные рейсы составляли лишь 21% от общего объема перевозок, из них только 1% приходился на Европу по различным причинам, включая отказ от вакцинации.

В 2022 г. Федеральное агентство воздушного транспорта предоставило 32 авиакомпаниям 100 млрд руб. для субсидирования отечественных перевозок, при этом Группа «Аэрофлот» получила половину этих средств. Кроме того, перевозчикам компенсировали 19.4 млрд руб. за рейсы, отмененные из-за внешних ограничений, и 2.9 млрд руб. распределили между грузовыми авиакомпаниями. В целом в 2022 г., по данным Федерального агентства воздушного транспорта, отечественная авиация получила из бюджета рекордные 172 млрд руб. в виде субсидий.

В 2023 г. правительство выделило 25.3 млрд руб. на поддержку авиaperевозчиков. 12 января Росавиация запустила процесс отбора компаний для предоставления субсидий, выдаваемых на основании количества пассажиро-километров, выполненных на внутренних рейсах. Авиакомпании получают 1.11 руб. за каждый пассажиро-километр. Чтобы соответствовать критериям отбора, перевозчики должны поддерживать ожидаемый пассажирооборот, как минимум, на уровне 90% от показателей аналогичного периода 2022 г., что составляет минимум 22.2 млрд пассажиро-километров от общего пассажирооборота.

Кроме того, для решения проблем российское правительство одобрило программу стимулирования роста авиаци-

онной отрасли до 2030 г. Более 770 млрд руб. выделено на реализацию программы. Средства используются для субсидирования внутренних рейсов и поддержки авиационной отрасли. Задача заключается в умеренном, но значительном ежегодном росте пассажиропотока после существенного падения на 10% по сравнению с 2021 г. Целью программы также является увеличение доли отечественных воздушных судов в парке российских перевозчиков с нынешних 33 до 81%.

Российские авиакомпании уже были поставлены перед необходимостью провести реструктуризацию бизнеса для преодоления критического финансового положения, вызванного внешними факторами, а именно санкциями 2014 г. и пандемией COVID-19 в 2020 г. На данный момент российским авиакомпаниям необходимо справиться с новым витком трудностей, чтобы продолжить деятельность после санкций 2022 г. Исследование концентрируется на определении ключевых вопросов, основных ключевых действий и решений руководства в рамках стратегий реструктуризации, которые разрабатывают и внедряют компании, а также на анализе эффективности таких стратегий и их способности создавать стоимость для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

Предлагается провести кейсовый анализ двух российских авиакомпаний ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр». У них различные бизнес-модели, поэтому интересно увидеть, какие стратегии реструктуризации компании выберут, и оценить их эффективность. Эти компании также являются одними из немногих крупных российских корпораций, которые продолжают предоставлять информацию медийным агентствам и которые все еще публикуют свою финансовую отчетность несмотря на постановление Правительства Российской Федерации от 18 марта 2022 г. № 395, разрешающее сохранять конфиденциальность финансовой отчетности.

ООО «Победа», основанное в 2014 г. как часть Группы «Аэрофлот», заменило собой низкобюджетного перевозчика «Добролет», прекратившего деятельность из-за западных санкций 2014 г. Авиакомпания постоянно находилась в топ-100 бюджетных перевозчиков мира. На данный момент парк авиакомпании «Победа» состоит из 41 самолета со средним возрастом 2.5 года, а также на 15 января 2023 г. компания заказала еще два самолета.

В то же время ПАО «ЮТэйр» создана в феврале 1967 г., когда из-за высоких темпов нефтегазодобычи и слабо развитого железнодорожного и дорожного сообщения было основано Тюменское управление гражданской авиации. Это привело к быстрому росту производственно-технической базы Тюменского управления гражданской авиации с авиацией в качестве решающего элемента процесса освоения природных ресурсов Западной Сибири. 30 мая 2002 г. авиакомпания приняла название мирового бренда «ЮТэйр», узнаваемого в Азии, Европе, Америке и Африке. На сегодня вертолеты и самолеты «ЮТэйр» работают практически во всех уголках мира.

На данный момент ПАО «ЮТэйр» занимается эксплуатацией, обслуживанием вертолетов и самолетов, обучением персонала и службой обеспечения полетов. В ее парке более 300 вертолетов и 80 самолетов. Сеть маршрутов авиакомпании охватывает более 140 населенных пунктов в России, из них 75 эксклюзивных маршрутов, доступных только клиентам ПАО «ЮТэйр». Чтобы осуществлять прямые перелеты между регионами страны ПАО «ЮТэйр» создало сложную сеть пересадочных узлов в Краснодаре, Сургуте, Тюмени, Уфе и Ханты-Мансийске. Персонал авиакомпании составляет около 4000 человек, а в Группе «ЮТэйр» работает более 8000 сотрудников.

Анализ ключевых инициатив по реструктуризации

Кейс ООО «Победа»

Геополитическая ситуация из-за специальной военной операции России на Украине серьезно повлияла на авиационную отрасль, включая ООО «Победа», что привело к существенному снижению пассажиропотока. В 2022 г. пассажиропоток ООО «Победа» значительно уменьшился – на 19% до 11.69 до млн пассажиров. Это снижение оказалось самым существенным из всех авиакомпаний, включая «Аэрофлот» (–4%), S7 Airlines (–10%), Уральские авиалинии (–8%) и «Россию» (часть Группы «Аэрофлот») (–15%).

Можно определить количество проблем, с которыми столкнулось ООО «Победа» и которые оказали отрицательное воздействие на деятельность компании. Во-первых, приостановка работы 11 аэропортов на юге России из-за специальной операции, включая такие крупные, как Краснодар, Ростов-на-Дону, Анапу и Геленджик. Закрытие аэропортов привело к сокращению количества внутренних рейсов и, соответственно, к уменьшению пассажиропотока.

Во-вторых, решение западных стран закрыть воздушное пространство для российских авиакомпаний, которое привело к существенному сокращению международных рейсов ООО «Победа». Авиакомпания прекратила все международные перелеты с 8 марта и возобновила их только в конце 2022 г., сократив количество международных рейсов и пассажиров на 60%, что составило только 1.9 тыс. рейсов и 311 тыс. пассажиров.

В-третьих, на сегодня иностранным компаниям запрещены страхование и обслуживание российских воздушных судов, в результате «Победа» должна обращаться за техническим обслуживанием в российские ремонтные организации. Помимо этого, Европейский союз ввел санкции, целью которых является не допустить использование российскими авиакомпаниями импортированных воздушных судов. Эти ограничения привели к изъятию трех Боингов 737-800, предназначенных для бюджетной авиакомпании за границей. Соответственно, парк авиакомпании уменьшился с 44 до 41 самолета. Снижение интенсивности использования парка воздушных судов является серьезной угрозой деятельности авиакомпаний. В конечном итоге, каждый день простоя воздушного судна приносит компании убытки. Сокращение количества рейсов и объема перевозок снижает выручку авиакомпании. Кроме того, сокращение количества рейсов и их отмена может привести к потере клиентов, которые будут искать альтернативные способы путешествий.

Помимо этого, в ООО «Победа» практически 6 месяцев не было генерального директора, и 9 месяцев – летного директора. Из-за возникших трудностей генеральный директор Андрей Калмыков и летный директор Андрей Тарасов покинули свои посты в ООО «Победа» в начале марта 2022 г. Андрей Калмыков на посту генерального директора сыграл в компании значительную роль, превратив ООО «Победа» в одного из лидирующих бюджетных перевозчиков в России. Под его руководством ООО «Победа» резко увеличило пассажиропоток. Он также отдавал приоритет повышению операционной эффективности, качеству обслуживания клиентов и стандартам безопасности авиакомпании, которые позволили ей занять устойчивую позицию на рынке.

ООО «Победа» не публикует свои годовые или полугодовые отчеты и не имеет Отдела по связям с инвесторами, поэтому анализ ключевых инициатив компании в первую очередь основан на публикациях в СМИ и заявлениях руководства.

Предлагаем изучить инициативы компании по реструктуризации в контексте четырех ранее определенных видов реструктуризации: организационная, финансовая, управленческая и реструктуризация портфеля.

Руководство авиакомпании считает, что ООО «Победа» продолжит непрерывно свою деятельность, поскольку существенная часть его операций связана с внутренним рынком. В ноябре 2022 г. ООО «Победа» приняло решение возобновить полеты из аэропорта «Шереметьево». В этом случае бюджетная авиакомпания сможет предложить более обширную программу полетов по сравнению с аэропортом «Внуково», включающую 25 маршрутов вместо 14. Среди новых маршрутов из «Шереметьево» такие населенные пункты как Киров, Чебоксары, Казань, Владикавказ, Екатеринбург, Нижнекамск, Пермь, Иркутск, Новосибирск, Омск, Уфа, Челябинск, Красноярск, Томск, Барнаул, Астрахань, Махачкала, Нальчик, Ставрополь, Назрань, Сочи, Калининград, Мурманск, Волгоград и Минеральные Воды. ООО «Победа» отметило преимущество аэропорта «Шереметьево» с точки зрения обеспечения быстрой подготовки к обратному рейсу, где это время подготовки составляет 25 минут. Это позволяет бюджетной авиакомпании вести эффективное и своевременное управление полетами, обеспечивая точное соблюдение расписания.

Чтобы свести к минимуму влияние санкций на свои финансовые показатели, компания предпринимает такие меры, как оптимизация сети маршрутов и увеличение летных часов в месяцы наибольшей интенсивности полетов. Кроме того, ООО «Победа» увеличило объем продаж через официальный сайт и мобильное приложение, а также еще сильнее снизило тарифы, хотя это и привело к уменьшению выручки от основного вида деятельности компании. Следует отметить, что ООО «Победа» активно участвует в программе субсидирования, разработанной Правительством России для повышения доступности транспорта и помощи авиакомпаниям преодолеть данный кризис. В 2022 г. ООО «Победа» получило 15.1 млрд руб. в виде субсидий из государственного бюджета. Таким образом, ООО «Победа» привлекает больше клиентов, продавая дешевые билеты, при этом непополненный доход компенсируют субсидии Правительства РФ. Согласно Указу Правительства РФ № 761, минимальное время полета в российские регионы должно составлять 72% от показателей апреля-октября 2021 г. Данное требование для получения субсидий также заставляет ООО «Победа» концентрировать свои усилия на внутренних перевозках.

У авиакомпании есть планы по увеличению частоты рейсов и добавлению новых пунктов назначения. После снятия части самолетов с регистрации в реестре Бермудских островов ООО «Победа» получило частичный доступ к международному рынку. В рамках своей стратегии авиакомпания планирует расширить деятельность в Центральной Азии, в особенности в Узбекистане. Не так давно компания также начала продажу билетов на рейсы в Армению, ОАЭ, также накануне сезона летних отпусков стали продаваться авиабилеты на некоторые курорты Турции.

16 августа 2022 г. Дмитрий Тыщук, ранее занимавший пост первого заместителя генерального директора ОАО «Аврора», был назначен генеральным директором авиакомпании «Победа». Свою должность в авиакомпании «Аврора» он занимал с 2013 г. В течение этого срока он играл ведущую роль в увеличении объема пассажирских перевозок и в разработке новых маршрутов на Дальнем Востоке. Кроме того, ООО «Победа» нашло достойную замену покинувшему свой пост летному директору. Константин Тарасов, обладающий

обширным опытом в авиационной отрасли, стал новым летным директором. До этого Тарасов занимал руководящие должности в «Райанэйр» (Ryanair) – одной из крупнейших бюджетных авиакомпаний Европы. Таким образом, в стратегию реструктуризации ООО «Победа» после санкций входят операционные и управленческие инициативы, которые должны способствовать преодолению трудностей, возникших в этой ситуации у компании, а также достижению амбициозных целей по увеличению пассажиропотока до 13 млн человек в 2023 г., что на 11% больше показателя 2022 г. в 11.7 млн пассажиров.

С точки зрения операционной реструктуризации ООО «Победа» сосредоточилось на внутреннем рынке и увеличило количество внутренних перелетов несмотря на сокращение количества самолетов. После снятия своих самолетов с регистрации в реестре Бермудских островов «Победа» получила доступ на международный рынок, оптимизировала свою сеть маршрутов, увеличила количество летных часов в месяцы наибольшей интенсивности полетов, снизила тарифы и повысила продажи через официальный сайт и мобильное приложение, чтобы смягчить отрицательное воздействие санкций.

Поскольку «Победа» входит в Группу «Аэрофлот» и, согласно ее бухгалтерскому балансу, не имеет собственных долгов, по которым выплачиваются проценты, она не предпринимает мер, направленных на финансовую реструктуризацию. Можно предположить, что материнская компания «Аэрофлот» накапливает задолженность на своем балансе, а затем распределяет ее финансирование среди дочерних предприятий.

С точки зрения управленческой реструктуризации имеется новая опытная команда топ-менеджеров, включая нового генерального директора и летного директора, которая будет управлять компанией и осуществлять реструктуризацию с целью преодоления существующих операционных трудностей.

Реструктуризация портфеля не проводится, поскольку несмотря на то что «Победа» – очень крупная компания, она является дочерним предприятием «Аэрофлота». В свою очередь Группа «Аэрофлот» не планирует диверсифицировать свой бизнес, в котором ООО «Победа» занимает место бюджетной авиакомпании.

Кейс ПАО «ЮТэйр»

С началом специальной военной операции ПАО «ЮТэйр», так же, как и другие российские авиакомпании, столкнулось с рядом трудностей. Согласно данным Федерального агентства воздушного транспорта, общий пассажирооборот ПАО «ЮТэйр» на внутренних рейсах, включая субсидируемые полеты, с апреля по сентябрь 2022 г. составлял 57% от показателя за те же месяцы 2021 г., что было равно 4.35 млрд пассажиро-километров по сравнению с 6.886 млрд. Для сравнения в малом авиационном сегменте, являющемся дочерним предприятием ПАО «ЮТэйр», наблюдалось снижение лишь на 13.5%, но здесь пассажирооборот составлял 31.5 млн пассажиро-километров. Несмотря на то что данные по вертолетному сегменту отсутствуют, согласно имеющимся сведениям, пассажиропоток в нем незначительный. С апреля по октябрь авиакомпания достигла примерно 90 млрд пассажиро-километров.

Необходимо отметить, что ПАО «ЮТэйр» столкнулось практически с теми же трудностями, что и ООО «Победа». В марте 2022 г. генеральный директор «ЮТэйр» Андрей Мартиросов заметил, что в настоящее время российская гражданская авиация переживает уникальный этап. Он сказал,

что введенные против отрасли санкции оказали существенное влияние на географию полетов, объем воздушных перевозок, наличие самолетов и запчастей для них, сопровождаемое значительным сокращением всего вышеперечисленного в настоящее время и в будущем. В 2022 г. ПАО «ЮТэйр» столкнулось с ситуацией, похожей на кризис снижения количества полетов, охвативший сферу воздушных перевозок во время первой волны пандемии COVID-19 в 2020 г. Тем не менее несмотря на сложные обстоятельства руководство «ЮТэйр» уверило своих работников, что им не сократят рабочие часы. Кроме того, руководство обещало сохранить все выплаты, оговоренные в коллективном трудовом договоре и трудовых договорах, а также обеспечить их своевременность. Помимо этого, в ходе встречи с губернатором Югры Натальей Комаровой генеральный директор ПАО «ЮТэйр» заявил, что авиакомпания стремится увеличить количество сотрудников и в 2023 г. добиться стабильных показателей операционной деятельности.

ПАО «ЮТэйр» также разрабатывает свою сеть маршрутов. В отличие от ООО «Победа» компания активно работает и над новыми внутренними, и над международными маршрутами. ПАО «ЮТэйр» было одной из первых компаний, увеличивших количество международных рейсов после санкций. Авиакомпания выкупила 27 самолетов у лизингодателей и сняла их с регистрации в реестре Бермудских островов. В 2022 г. компания открыла 16 новых рейсов, включая международные перелеты в Азербайджан, Турцию, Узбекистан, Казахстан, Дубай. Международные перелеты показали рост в 3.6 раза до 1.905 млрд пассажиро-километров.

В своем пресс-релизе компания указывает, что в 2023 г. будет заниматься расширением своей программы полетов в Ханты-Мансийском автономном округе, открыв 15 новых маршрутов и увеличив количество рейсов на уже существующих маршрутах. На данный момент программа включает в себя 56 пунктов назначения, что на 20% больше, чем в предыдущем сезоне. Теперь она соединяет города внутри региона, а также сам регион с другими регионами и странами, такими как Азербайджан, Армения, Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан и Узбекистан. Большинство рейсов внутренние, однако авиакомпания также увеличивает количество рейсов из Ханты-Мансийска на международных направлениях, например, в Алматы, Баку, Бишкек, Ереван, Ош, Ташкент, Фергану и Худжанд. Среди новых маршрутов зимней программы внутри России рейсы из Ханты-Мансийска в Челябинск, из Когалыма в Пермь, из Нижневартовска и Нягани в Екатеринбург, из Сургута в Горно-Алтайск, Новокузнецк, Челябинск.

С апреля по октябрь 2022 г., как и ООО «Победа», ПАО «ЮТэйр» должна была получить 6.9 млрд руб. субсидий от Федерального агентства воздушного транспорта, а дочерние предприятия, занимающиеся малыми объемами перевозок самолетами и вертолетами – еще 32 млн и 4.7 млрд руб. соответственно. Однако в сентябре Федеральное агентство воздушного транспорта сократило финансирование на 2.3 млрд руб. и распределило эти средства среди других авиакомпаний. Несмотря на увеличение международного пассажирооборота практически на 300% «ЮТэйр» не соответствовала критериям, поскольку ее пассажирооборот в Российской Федерации не достиг даже 60% от показателя 2021 г., при этом минимальный процент составлял 72%. Тем не менее компания получила большую часть остальной суммы в 4.6 млрд руб., и Федеральное агентство воздушного транспорта не потребовало от нее вернуть эти «антисанкционные» субсидии несмотря на то, что в апреле-октябре этот авиаперевозчик показал результат менее 60% от цифр 2021 г. внутри страны и увеличил рейсы за границу в 3.6 раза.

Наконец, ПАО «ЮТэйр» после годового простоя возобновило полеты на четырех Боингах-737, которые были выведены из эксплуатации в марте прошлого года по требованию иностранных лизинговых компаний. До начала российской военной операции на Украине в феврале прошлого года парк воздушных судов «ЮТэйр» состоял из 59 самолетов, но из-за международных санкций и приостановки авиационными органами власти Бермудских островов действия сертификатов летной годности воздушных судов компания была вынуждена перевести 50 самолетов из 59 в российский реестр, в котором зарегистрировала большинство импортированных самолетов российских компаний. Оставшиеся девять Боингов 737-800 пришлось вывести из эксплуатации, поскольку они были получены в операционный лизинг от иностранных компаний, и ПАО «ЮТэйр» не смогло их выкупить, как планировалось. Ранее компания планировала приобрести остальные девять Боингов 737-800, чтобы эксплуатировать их и сохранить свою репутацию надежного клиента, но на настоящий момент лишь четыре из них приобретены и вернулись в эксплуатацию.

В заключение в стратегию реструктуризации ПАО «ЮТэйр» после санкций входят операционные инициативы, которые должны помочь компании преодолеть трудности, с которыми она столкнулась, и поддержать планы роста в 2023 г.

С точки зрения операционной реструктуризации компания пересмотрела приоритеты и начала разрабатывать международные направления. В то же время она продолжила открывать новые рейсы в России, наращивать вертолетные перевозки в Сибири и на Урале. Необходимо также отметить работу руководства компании, благодаря которой в результате переговоров находящиеся в лизинге самолеты были выкуплены и зарегистрированы на территории Российской Федерации.

Действий по управленческой реструктуризации не наблюдается, потому что все руководители высшего звена остались на своих постах. Компания не проводила финансовую реструктуризацию, поскольку демонстрирует довольно стабильное финансовое положение.

Реструктуризация портфеля также не осуществлялась, поскольку компания не выразила намерения реструктурировать другие свои бизнес-подразделения, такие как подразделение вертолетов или подразделение малой авиации.

Сравнительный анализ создания стоимости для стейкхолдеров путем реструктуризации бизнеса российских авиакомпаний

Бухгалтерский метод

Чтобы оценить эффективность стратегий реструктуризации компаний, предлагаем использовать как традиционные показатели, основанные на данных бухгалтерского учета, – отношения и коэффициенты, так и метрики более современного метода управления стоимостью бизнеса (VBM). Как упоминалось ранее, применение метода, основанного на коэффициентах и метриках, полученных из финансовой отчетности, необходимо не только для краткого анализа эффективности стратегий реструктуризации, но и для сравнения результатов такого метода с разработками более всеобъемлющего метода управления стоимостью бизнеса.

Основными источниками поиска данных стали системы Bloomberg и Thomson Reuters, финансовая и нефинансовая отчетность компаний, а также другая информация в публичном доступе, предоставляемая компаниями, которые мы изу-

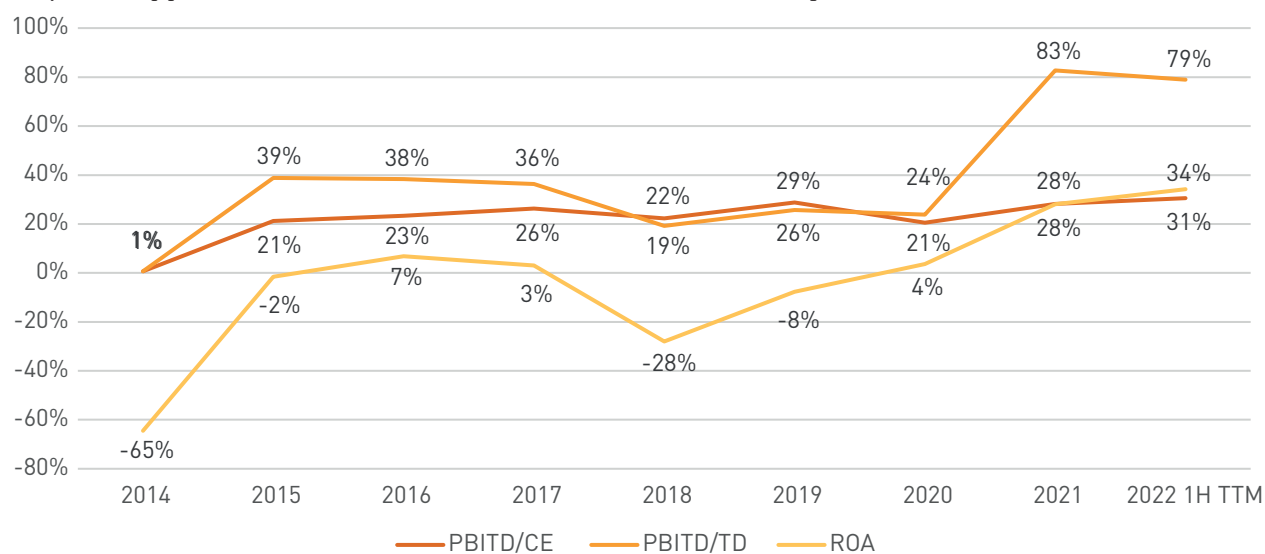
чаем. Для расчета бухгалтерских метрик ПАО «ЮТэйр» мы используем данные из сводной отчетности согласно МСФО за период с 2014 г. до последнего периода, по которому предоставлена отчетность, а именно до первой половины 2022 г. Соответственно по ООО «Победа» мы используем данные, взятые из отчетности согласно РСБУ с 2014 по 2022 г.

Во-первых, сравним рентабельность ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа» относительно долгосрочного капитала, привлеченного для ведения деятельности, и эффективности задействованных активов. Предлагаем использовать PBITD/CE, PBITD/TD и ROA. Анализ эффективности деятельности ПАО «ЮТэйр» говорит о том, что после 2014 г. компания прошла заметный процесс восстановления, потом в 2018 г. ее показатели опять упали на фоне ухудшения финансового положения, а затем снова началось постепенное восстановление с ускорением в период, последовавший за восстановлением от последствий COVID-19. Следует отметить, что с 2018 по 2020 г. показатели PBITD/CE, PBITD/TD находились практически на одном уровне, а это свидетельствует о том, что компания действительно работает за счет кредиторов. Ситуация изменилась в 2021 г. после завершения финансовой реструктуризации.

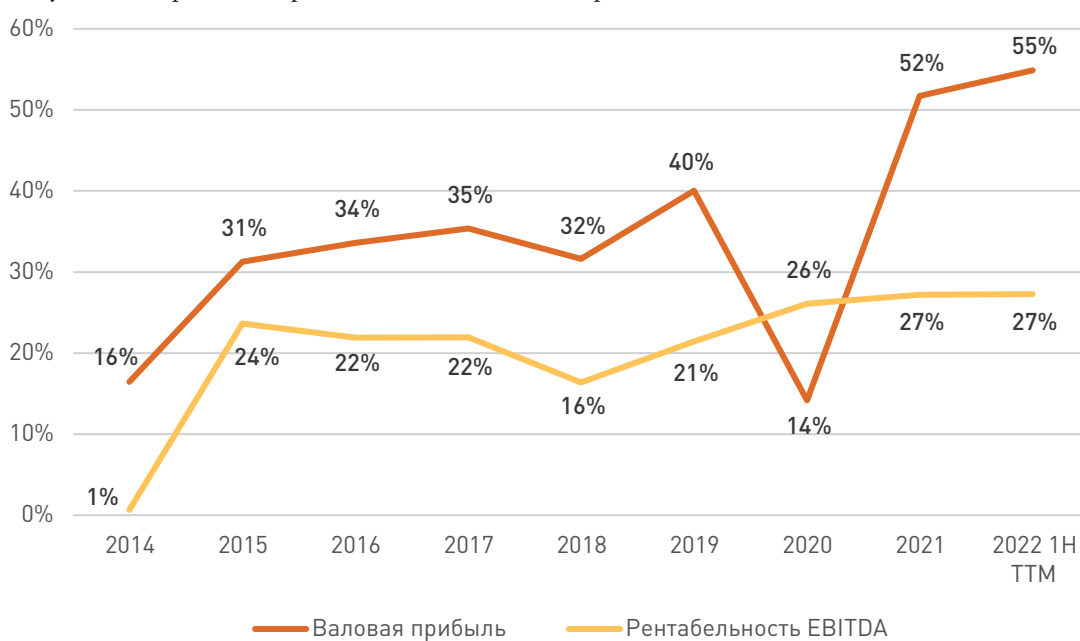
Следует отметить, что после кризисов 2020 и 2022 гг. компания сохраняет относительную стабильность: наблюдается небольшое отклонение в PBITD/TD и рост ROA (Рисунок 1).

Однако в случае с ООО «Победа» рекомендуется исключить из анализа показатель PBITD/TD. Согласно отчетности в соответствии с РСБУ (Российские стандарты бухгалтерского учета), «Победа» не имеет процентных ссуд или займов. Это может быть обусловлено ее принадлежностью к Группе компаний «Аэрофлот», в которой, вероятно, присутствуют механизмы перераспределения финансирования внутри группы. Поэтому при оценке ООО «Победа» более уместно рассмотреть показатели PBITD/CE (прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации к задействованному капиталу) и ROA (рентабельность активов). Изучение данных показателей выявило более слабую общую тенденцию ООО «Победа». Компания провела ощутимое восстановление после кризиса 2014 г., но в последние шесть лет показала заметный спад. С точки зрения рентабельности задействованного капитала и эффективности активов, «Победа» приняла серьезные меры, чтобы восстановиться после кризиса 2020 г. В то время как околонулевые темпы роста могут свидетельствовать о некоторой устойчивости к последствиям кризиса 2022 г., показатели финансовой эффективности остаются более слабыми по сравнению с ПАО «ЮТэйр».

Чтобы оценить операционную рентабельность, мы изучим валовую прибыль и рентабельность по EBITDA. Рассматривая динамику операционной маржи ПАО «ЮТэйр» (Рисунок 2), можно увидеть резкое восстановление после COVID-19 и относительно стабильные результаты деятельности в первой половине 2022 г.

Рисунок 1. Эффективность использования активов и капитала ПАО «ЮТэйр»

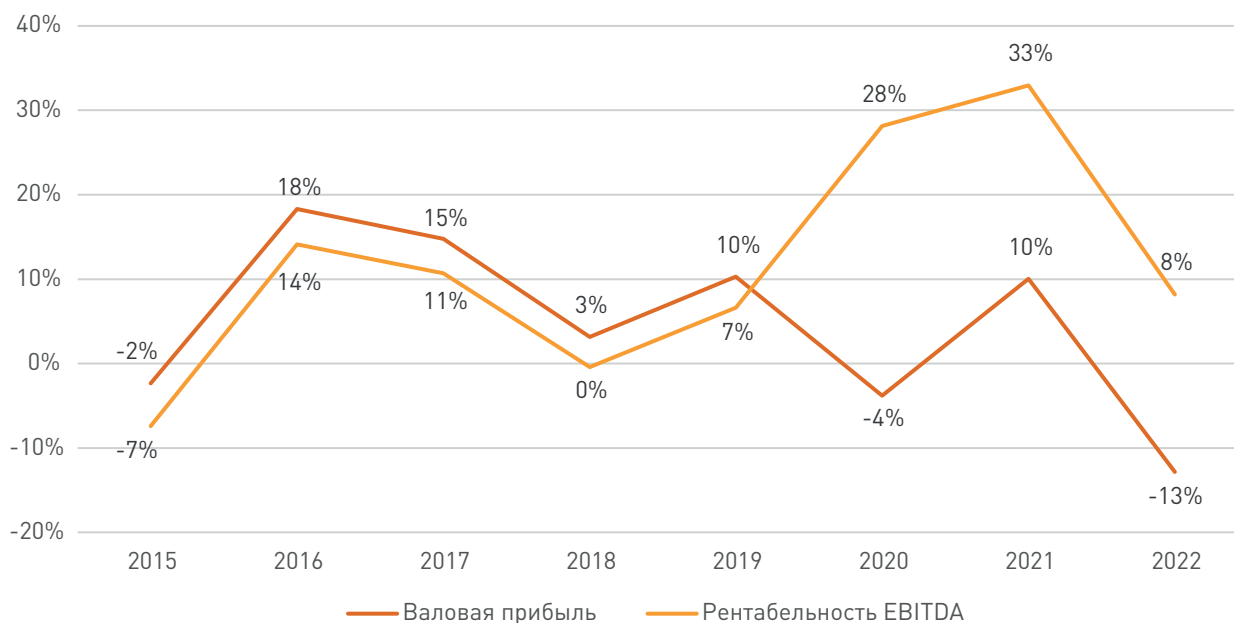
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 2. Операционная рентабельность ПАО «ЮТэйр»

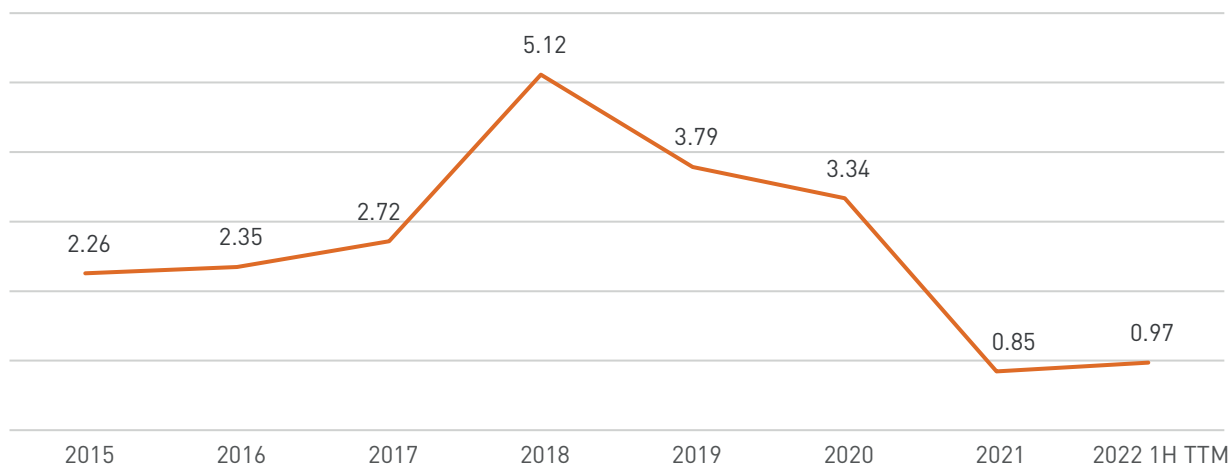
Источник: расчеты авторов.

Валовая прибыль превышает 50%, а рентабельность EBITDA выше 25%. Компания демонстрирует относительную стабильность бизнес-модели с точки зрения рентабельности продаж. В свою очередь рентабельность российского бюджетного перевозчика ООО «Победа» показывает суще-

ственный спад более чем на 20 процентных пунктов с точки зрения валовой прибыли и рентабельности EBITDA. Низкий финансовый потенциал компании привел ее к отрицательной валовой прибыли в 2022 г. (Рисунок 3).

Рисунок 3. Операционная рентабельность ООО «Победа»

Источник: расчеты авторов.

Рисунок 4. Отношение чистого долга к EBITDA ПАО «ЮТэйр».

Источник: расчеты авторов.

Наконец, мы оценим долговую нагрузку компании и вероятность банкротства до кризиса 2022 г. и на последнюю дату, по которой доступна информация. Нет возможности рассчитать метрики долговой нагрузки для ООО «Победа», потому что это компания с нулевым долгом, не имеющая, согласно отчетности по РСБУ, ни долгосрочной, ни краткосрочной задолженности. Тем не менее можно рассчитать отношение чистого долга к EBITDA и коэффициенты финансового рычага для ПАО «ЮТэйр» (Рисунок 4). Наблюдается постоянное сокращение долговой нагрузки компании после пиковых показателей 2018 г. в результате привлечения кредитного рычага для преодоления сложных экономических обстоятельств. Финансовая реструктуризация, полностью завершенная компанией в 2021 г., способствовала серьезному сокращению задолженности. Следует отметить, что компания не увеличивает долг в условиях жесткого санкционно-

го давления 2022 г. Расчет финансового рычага не позволит получить дополнительную информацию о долговой нагрузке компании, потому что из-за существенного накопленного убытка во многих периодах знаменатель имеет отрицательное значение.

После рассмотрения эффективности антикризисных стратегий реструктуризации, реализованных российскими авиакомпаниями ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа» в 2022 г. с точки зрения анализа ключевых бухгалтерских показателей, можно сделать два основных вывода:

- исторически эффективность финансовых показателей ПАО «ЮТэйр» выглядит более внушительно, чем у ООО «Победа». Это относится как к показателям эффективности использования долгосрочного капитала и активов, так и к операционной рентабельности;

- эффективность деятельности ПАО «ЮТэйр» с точки зрения бухгалтерских показателей демонстрирует большую устойчивость к воздействию кризиса 2022 г., начавшегося из-за внешнего санкционного давления, чем эффективность деятельности ООО «Победа». Согласно результатам первой половины 2022 г., ПАО «ЮТэйр» показывает небольшое уменьшение в эффективности задействованного капитала и спад операционной рентабельности на фоне небольшого роста финансового рычага.

Метод управления стоимостью бизнеса (VBM)

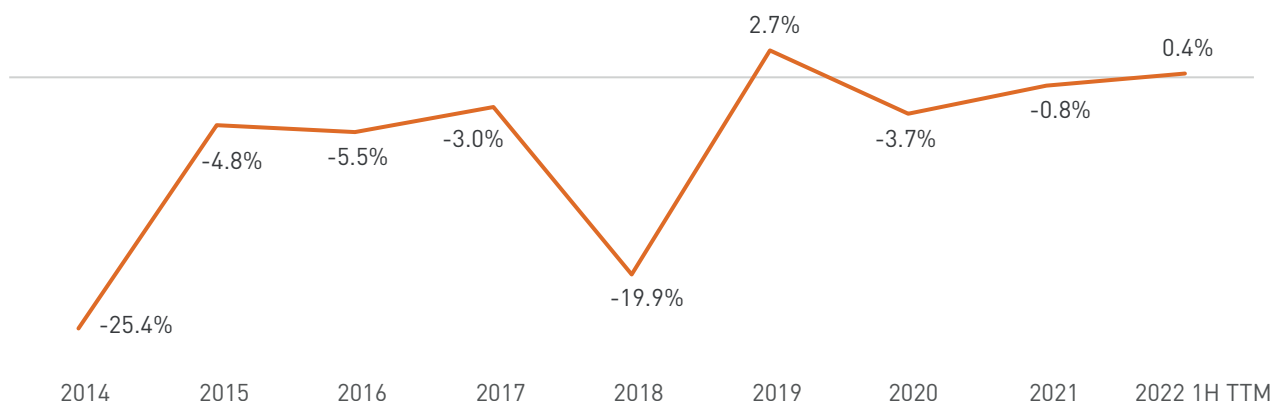
На втором этапе оценки эффективности стратегий реструктуризации предлагаем прибегнуть к более совершенным метрикам финансового анализа, которые принимают во внимание концепцию требуемой доходности и отражают рост или снижение внутренней стоимости компании. Согласно методу управления стоимостью бизнеса, предлагаем рассчитать EVA (экономическая добавленная стоимость), чтобы определить, создает ли компания дополнительный доход от инвестированного капитала.

При анализе ПАО «ЮТэйр» становится очевидно, что с 2014 г. показатель EVA демонстрировал устойчивую нисхо-

дящую тенденцию, что говорит о непрерывном снижении внутренней стоимости компании. Показатель EVA неизменно имел отрицательные значения практически каждый год. Положительные значения наблюдались только в 2019 г. после существенного уменьшения стоимости долга и в первой половине 2022 г. Следует отметить, что в 2018 г. произошло значительное падение EVA в результате невыполнения долговых обязательств.

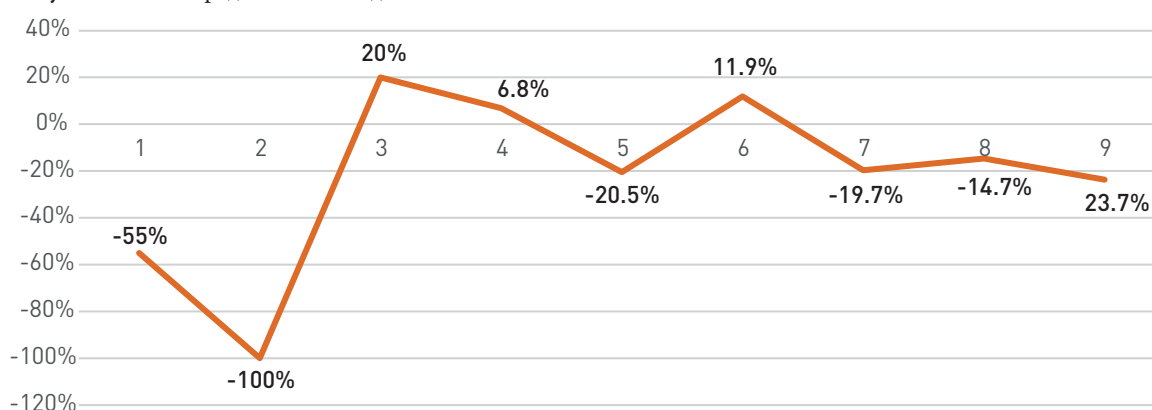
Динамика EVA позволяет оценить эффективность деятельности ПАО «ЮТэйр» с другой стороны (Рисунок 5). Наблюдается резкое снижение EVA спреда в 2018 г. и серьезное восстановление. Положительный спред подтверждает эффективность финансовой реструктуризации, начатой в 2019 г. Основными бенефициарами являются акционеры компании. Как упомянуто выше, реструктуризация завершилась списанием существенной суммы задолженности, поэтому нельзя утверждать, что реструктуризация была также эффективна для кредиторов компании. В 2020 г. произошел очередной спад спреда EVA из-за пандемии, за которым вновь последовало восстановление. Следует отметить, что несмотря на тяжесть санкций и запретов, введенных западными регуляторами в 2022 г., ПАО «ЮТэйр» смогло создать стоимость для акционеров ($EVA > 0$ в 2022 г., первая половина).

Рисунок 5. EVA спред ПАО «ЮТэйр»



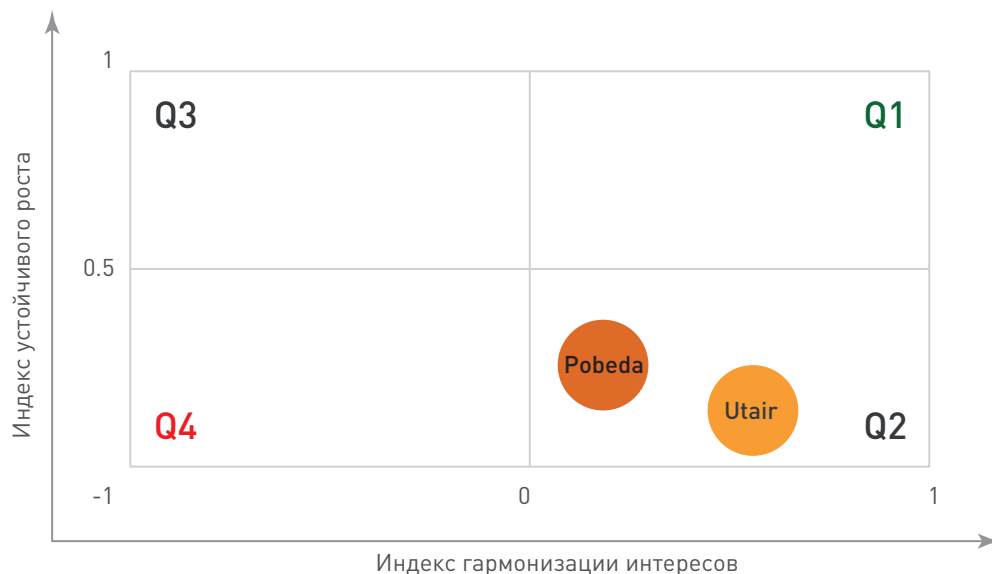
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 6. EVA спред ООО «Победа»



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 7. Матрица устойчивости роста для ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр»



Источник: расчеты авторов.

Финансовые показатели эффективности ООО «Победа», рассчитанные на основе бухгалтерского метода, эффективность на основе метода управления стоимостью бизнеса ниже, чем у ПАО «ЮТэйр». До 2019 г. наблюдается около-нулевая динамика кумулятивной EVA, однако в 2020 г. ситуация сильно изменилась. Произошло резкое падение EVA. По всей видимости, эффективность операционной деятельности серьезно ухудшилась. Частично это верно, но необходимо отметить, что фактически такое резкое ухудшение в основном связано с существенным увеличением инвестированного капитала в 2020 г. по сравнению с 2019 г. и ранее. В любом случае можно говорить о факте снижения стоимости компании для финансовых стейкхолдеров, а именно для материнской компании «Аэрофлот», которой принадлежит 100% ООО «Победа».

Чтобы более подробно понять способность ООО «Победа» создавать стоимость для финансовых стейкхолдеров, предлагаем рассмотреть показатель EVA спред (Рисунок 6).

Получено убедительное доказательство того, что ООО «Победа» не создавало экономическую стоимость со времен кризиса 2020 г. В 2021 г. была предпринята попытка исправить ситуацию: EVA спред вырос на 5 процентных пунктов, но остался отрицательным. В 2022 г. снижение внутренней стоимости повторилось, что не позволяет сделать вывод о высокой эффективности стратегии реструктуризации компании.

Матрица устойчивости роста

Для проведения сравнительного анализа создания стоимости для стейкхолдеров путем реструктуризации бизнеса в российских авиакомпаниях предлагается построить матрицу устойчивости роста с двумя компонентами: индекс гармонизации интересов (ИИ) и индекс устойчивого роста (SGI).

Индекс гармонизации интересов измеряет изменения, возникающие в результате действий и решений, принятых в рамках стратегической альтернативы, чтобы отвечать интересам ключевых стейкхолдеров. Предлагается оценить основные действия и решения, принятые руководством компаний, чтобы преодолеть трудности и нестабильность во время кризиса 2022 г. Согласно анализу ключевых инициатив в рамках стратегий реструктуризации компаний, Индекс гармонизации интересов для ООО «Победа» составляет 0.22, для ПАО «ЮТэйр» – 0.42, а это означает, что ПАО «ЮТэйр» более ориентировано на учет интересов как финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров. Можно предположить, что ПАО «ЮТэйр» находится в более выгодном положении для обеспечения роста внутренней стоимости компании. Отсутствие конфликта интересов между менеджментом и стейкхолдерами является необходимым условием для достижения компанией долгосрочного устойчивого развития.

Принимая во внимание индекс гармонизации интересов и индекс устойчивого роста, предлагаем построить матрицу устойчивости роста.

На основании анализа матрицы видно, что и ООО «Победа», и ПАО «ЮТэйр» расположены в квадранте Q2, а это означает, что в большинстве периодов компании не получили существенной экономической отдачи на инвестированный капитал. Тем не менее стратегия роста, которой следуют данные фирмы, не оказывает отрицательного влияния на гармонию интересов стратегических нефинансовых стейкхолдеров. Квадрант, в котором находятся компании, указывает на то, что они потенциально способны приносить положительную экономическую прибыль благодаря стабильным взаимоотношениям и отсутствию конфликта интересов с нефинансовыми стейкхолдерами.

Тем не менее несмотря на то, что у ПАО «ЮТэйр» значение индекса устойчивого роста более низкое, компания показывает положительную динамику по сравнению с ООО «Победа». Учитывая, что ее стратегия реструктуризации больше ориентирована на принятие в расчет интересов всех основных стейкхолдеров, можно предположить, что ПАО «ЮТэйр» обладает хорошей возможностью достичь устойчивого развития после окончания периода нестабильности.

Вывод

В рамках настоящего исследования решена прикладная задача определения основных трудностей, с которыми сталкиваются российские авиакомпании после введения санкций 2022 г., и оценена эффективность стратегий реструктуризации, реализованных российскими авиакомпаниями с точки зрения создания стоимости как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров.

В результате исследования можно отметить следующие выводы:

- 1) В исследовании рассмотрены основные характеристики финансовых затруднений, с которыми столкнулись российские авиакомпании из-за санкций, введенных в 2014 г. Также проанализированы последующие меры по устранению негативных последствий внешних шоков.
- 2) Предложено применить новый метод оценки эффективности реструктуризации бизнеса, основной целью которого является анализ эффективности реструктуризации путем создания внутренней стоимости компании как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров.
- 3) В исследовании проанализированы кейсы реструктуризации авиакомпаний на развивающемся российском рынке после введения санкций 2022 г. Выявлены основные трудности, вызванные западными ограничениями, определены меры, предпринятые руководством для стабилизации ситуации, и оценена эффективность данных стратегий с точки зрения создания стоимости для стейкхолдеров.

При помощи метода оценки эффективности стратегий реструктуризации на основании расчета общепринятых бухгалтерских коэффициентов выявлено, что ПАО «ЮТэйр» показало большую устойчивость к санкциям 2022 г. по сравнению с ООО «Победа». Это подтверждают более сильные финансовые показатели деятельности, включая эффективное использование долгосрочного капитала и активов, а также более высокая операционная рентабельность.

Кроме того, оценка эффективности стратегий реструктуризации при помощи метрик VBM продемонстрировала, что показатели финансовой деятельности ООО «Победа» были ниже, чем у ПАО «ЮТэйр». ООО «Победа» не создавало внутреннюю стоимость со времен кризиса 2020 г., и несмотря на попытки улучшить ситуацию в 2021 г. в 2022 г. наблюдалось падение внутренней стоимости. И наоборот, несмотря на тяжесть санкций 2022 г. и нормативные ограничения, введенные западными учреждениями, ПАО «ЮТэйр» удалось создать экономическую стоимость для своих стейкхолдеров в первой половине 2022 г.

Чтобы оценить, помогли ли стратегии реструктуризации российских авиакомпаний создать стоимость как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров, построе-

на матрица устойчивости роста. Результаты анализа говорят о том, что у ПАО «ЮТэйр» есть возможность достижения устойчивого роста после окончания периода нестабильности, поскольку стратегия реструктуризации компании принимает во внимание интересы всех основных стейкхолдеров. В то время как ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр» стараются соблюдать интересы стейкхолдеров, негативная тенденция ООО «Победа» при создании внутренней стоимости для финансовых стейкхолдеров может говорить о том, что стратегия реструктуризации компании менее эффективна, чем у ПАО «ЮТэйр».

Список литературы

1. Hotchkiss E.S., John K., Mooradian R.M., et al. Chapter 14 - Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress. *Handbook of empirical corporate finance*. 2008;2:235-287. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50006-8>
2. Hopkins M. What is corporate social responsibility all about? *Journal of Public Affairs: An International Journal*. 2006;6(3-4):298-306. <https://doi.org/10.1002/pa.238>
3. Bibault D. B. Corporate Turnaround: *How Managers Turn Losers into Winners* – 1982. – Vol. 38, No. 1 – С. 10+77-78.
4. Hatipoglu E., Peksen D. Economic sanctions and banking crises in target economies. *Defence and Peace Economics*. 2018;29(2):171-189. <https://doi.org/10.1080/10242694.2016.1245811>
5. Eisdorfer A., Hsu P.H. Innovate to survive: The effect of technology competition on corporate bankruptcy. *Financial Management*. 2011;40(4):1087-1117. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2011.01172.x>
6. Gilson S.C., John K., Lang L.H.P. Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of financial economics*. 1990;27(2):315-353. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90059-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90059-9)
7. Hotchkiss E.S. Postbankruptcy performance and management turnover. *The Journal of Finance*. 1995;50(1):3-21. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05165.x>
8. Alderson M.J., Betker B.L. Assessing post-bankruptcy performance: An analysis of reorganized firms' cash flows. *Financial Management*. 1999;28(2):68-82. <https://doi.org/10.2307/3666196>
9. Forte S., Peña J.I. Debt refinancing and credit risk. *The Spanish Review of Financial Economics*. 2011;9(1):1-10. <https://doi.org/10.1016/j.srfe.2010.10.001>
10. Bowman E.H., Singh H. Corporate restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*. 1993;14(S1):5-14. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140903>

11. Hofer C.W. Turnaround strategies. *Journal of business strategy*. 1980;1(1):19-31. <https://doi.org/10.1108/eb038886>
12. Brickley J., Smith C., Zimmerman J. Transfer pricing and the control of internal corporate transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2020;32(1):120-127. <https://doi.org/10.1111/jacf.12393>
13. Kraemer Jr H.M., Mauboussin M.J., Rappaport A. A CEO's Playbook for Creating Long-Term Value: Ten Essential Resource Allocation Practices. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2020;32(3):108-117. <https://doi.org/10.1111/jacf.12423>
14. John K., Lang L.H.P., Netter J. The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. *The Journal of Finance*. 1992;47(3):891-917. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb03999.x>
15. John K. Managing financial distress and valuing distressed securities: A survey and a research agenda. *Financial Management*. 1993;22(3):60-78.
16. Dial J., Murphy K.J. Downsizing and Value Creation at General Dynamics: A PE-Like Solution for Industries That Must Shrink. *Applied Corporate Finance*. 2021;33(3):114-124. <https://doi.org/10.1111/jacf.12468>
17. Denis D.J., Kruse T.A. Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of financial economics*. 2000;55(3):391-424. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00055-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00055-0)
18. Denis D.K., Shome D.K. An empirical investigation of corporate asset downsizing. *Journal of Corporate Finance*. 2005;11(3):427-448. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.04.003>
19. Hakkala K. Corporate restructuring and labor productivity growth. *Industrial and Corporate Change*. 2006;15(4):683-714. <https://doi.org/10.1093/icc/dtl015>
20. Markides C.C. Diversification, restructuring and economic performance. *Strategic management journal*. 1995;16(2):101-118. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160203>
21. Milano G.V., Whately R., Tomlinson B., et al. A Deeper Look at the Return on Purpose: Before and During a Crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2021;33(2):95-111. <https://doi.org/10.1111/jacf.12460>
22. Barker III V.L., Patterson Jr P.W., Mueller G.C. Organizational causes and strategic consequences of the extent of top management team replacement during turnaround attempts. *Journal of management Studies*. 2001;38(2):235-270. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00235>
23. Mueller G.C., Barker III V.L. Upper echelons and board characteristics of turnaround and nonturnaround declining firms. *Journal of Business Research*. 1997;39(2):119-134. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00147-6](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00147-6)
24. Elloumi F., Gueyié J.P. Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance*. 2001;1(1):15-23. <https://doi.org/10.1108/14720700110389548>
25. Slatter S. S. P. The impact of crisis on managerial behavior // *Business Horizons*. – 1984. – Vol. 27. – No. 3. – P. 65-68.
26. Pandit N.R. Some recommendations for improved research on corporate turnaround. *M@nagement*. 2000;3(3):31-56.
27. Eberhart A.C., Altman E.I., Aggarwal R. The equity performance of firms emerging from bankruptcy. *The Journal of Finance*. 1999;54(5):1855-1868. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00169>
28. Franzen L.A., Rodgers K.J., Simin T.T. Measuring distress risk: The effect of R&D intensity. *The Journal of Finance*. 2007;62(6):2931-2967. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01297.x>
29. Zimmerman B. J. A social cognitive view of self-regulated academic learning. *Journal of educational psychology*. 1989;81(3):329-339. <https://doi.org/10.1037/0022-0663.81.3.329>
30. Acharya V.V., Subramanian K.V. Bankruptcy codes and innovation. *The Review of Financial Studies*. 2009;22(12):4949-4988. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp019>
31. Love E.G., Kraatz M. Character, conformity, or the bottom line? How and why downsizing affected corporate reputation. *Academy of management Journal*. 2009;52(2):314-335. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.37308247>
32. Sudarsanam S., Lai J. Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*. 2001;12(3):183-199. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193>
33. Berman S.L., Wicks A.C., Kotha S., et al. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*. 1999;42(5):488-506. <https://doi.org/10.2307/256972>
34. Perrini F., Tencati A. Sustainability and stakeholder management: the need for new corporate performance evaluation and reporting systems. *Business strategy and the environment*. 2006;15(5):296-308. <https://doi.org/10.1002/bse.538>

35. Ivashkovskaya I.V. Strategic monitoring of value creation for all stakeholders of the company. *Finansy: teoriya i praktika*. = *Finance: theory and practice*. 2008;(3):69-85. (In Russ.)
36. Ivashkovskaya I. Assessing the sustainability of the company's growth: the stakeholder approach. *Finansy i kredit* = *Finance and Credit*. 2010;16(43):14-18. (In Russ.)

Вклад авторов: в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 10.10.2023; одобрена после рецензирования 12.11.2023; принята для публикации 05.12.2023.