

УДК 338

КОМПАРАТИВИСТИКА ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ НА ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ПРЕДПРИЯТИЙ ПРОМЫШЛЕННОГО СЕКТОРА

© 2015 г. К. В. Самонова

Южный федеральный университет, г. Таганрог

Статья посвящена изучению инструментального аппарата при оценке реструктуризационных процессов на промышленных предприятиях. Для этого автором было проведено исследование альтернативных методик оценки влияния реструктуризации на финансовые результаты предприятий. В ходе работы были решены следующие задачи: систематизированы научные исследования касательно категории реструктуризации; проведен сравнительный анализ методик оценки влияния реструктуризации предприятий на финансовые результаты в отечественной и зарубежной практике; проанализированы достоинства и ограничения применения рассмотренных методик оценки.

Ключевые слова: *реструктуризация; промышленные предприятия; финансовый результат; финансовые инструменты.*

The article is devoted to the study of the instruments for assessment of restructuring processes in the industrial enterprises. To do the aforesaid, author presents a review of the alternative methods of assessing the impact of the restructuring on the financial results of enterprises. As a result of the work, the following problems are solved: the categories of restructuring are systemized; a comparative analysis of methodologies for assessing the impact of restructuring on the financial performance in Russian and foreign practice is done, and finally the advantages and limitations of the considered valuation techniques are identified.

Key words: *restructuring; industrial enterprise; financial result; financial instruments.*

В научной литературе реструктуризация промышленных предприятий рассматривается в нескольких аспектах, начиная с параметров и последствий реструктуризации (А. Е. Худякова) и продолжая возможностью тиражирования положительного опыта реструктуризации в промышленном секторе (Ю. В. Развадовская). Большинство исследований посвящены изучению характеристик промышленных предприятий, которые вызывают необходимость проведения реструктуризации. Однако недостаточно раскрытым остается вопрос влияния реструктуризации на деятельность предприятий. Обобщение научных исследований, связанных с реструктуризацией, представлено в табл. 1.

Обзор исследований дает четкое представ-

ление о том, что лишь немногие из ученых занимались изучением влияния реструктуризации на корпоративную стоимость и ни один из них не представляет единой методологии оценки влияния реструктуризации на стоимость промышленных предприятий и их финансовые результаты.

Реструктуризация нашла свое применение как в развитых, так и в развивающихся экономиках. Отдельные предприятия и экономические системы в целом проводят реструктуризацию для повышения показателей экономической эффективности и/или приведения своей структуры в соответствие с требованиями новой экономической среды. Положительный опыт реструктуризации зарубежных крупных компаний и национальных

Таблица 1

Генезис исследований в области реструктуризации корпорации

Область исследования	Результаты исследования	Авторы
Реструктуризация предприятия в период финансового кризиса	Определены ключевые факторы эффективности активов, управления и стратегии.	Б. Грановский и А. Ерофеев, А. Н. Павленко
Влияние реструктуризации на стоимость компании	Было выявлено, что стоимость реструктурированных предприятий ниже, чем нереструктурированных предприятий в отрасли.	Т. Копелад, Т. Коллер, Дж. Мюррин
Эффективность реструктуризации	Выявлены критерии, которые подвергаются оценке при реструктуризации предприятий промышленного сектора.	Дж. Пенк, И. И. Мазур и В. Д. Шапиро, Ю. В. Развадовская
Факторы реструктуризации	Реструктуризация определяется: эффективностью управления, выбором целей, возможностью роста, размерами предприятий, чистым денежным потоком, уровнем прибыли и обязательств, количеством сотрудников и т. д.	Т. Роек, А. Г. Грязнова, А. Е. Худякова

экономик показал, что наиболее важной составляющей при проведении реструктуризации является оценка проведенных мероприятий и анализ ее влияния на текущую деятельность предприятий промышленности. Нельзя сомневаться в важности данного этапа при проведении реструктуризации, и, тем не менее, данному вопросу не уделено достаточного внимания в экономической литературе, и не существует единого взгляда на оценку экономической эффективности преобразований.

Показатели оценки эффективности. Российскими компаниями используются абсолютные значения, такие, как доход, чистая прибыль, прибыль до налогообложения для анализа результатов деятельности компании. Кроме того, эффективность деятельности измеряется с помощью рентабельности капитала, окупаемости инвестиций и других финан-

совых показателей. Последние показатели более информативны, наряду с абсолютными значениями, поскольку точнее могут охарактеризовать деятельность компании. Зарубежными и отечественными учеными применяются финансовые показатели для оценки производительности компании или возможного эффекта от различных управленческих решений (в том числе реструктуризации). Разные группы показателей используются для анализа производительности, однако более точные результаты может дать система показателей. Н. С. Рычихина в своей работе выявила, что частое применение получают следующие показатели: уровень доходности, показатели ликвидности, эффективность управления активами, структура капитала, управление задолженностью, рыночная стоимость [12]. Основные финансовые показатели представлены в табл. 2. Преимущество

Таблица 2

**Коэффициенты расчета финансовых показателей результативности предприятий
(сост. автором по материалам исследования финансовых показателей
деятельности компании)**

№ ф-лы	Коэффициент	Формула расчета
Показатели эффективности		
1	Рентабельность по валовой выручке	Валовая выручка / Доходы от продаж * 100
2	Рентабельность операционной прибыли	Операционная прибыль / Доходы от продаж * 100
3	Рентабельность по чистой прибыли	Чистая прибыль / Доходы от продаж * 100
4	Рентабельность активов	Чистая прибыль / Стоимость активов * 100
5	Рентабельность собственного капитала	Чистая прибыль / Размер собственного капитала * 100
Ликвидность (платежеспособность)		
6	Текущая ликвидность	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства
7	Срочная ликвидность	Оборотные активы / Текущие обязательства
8	Абсолютная ликвидность	Денежные средства / Краткосрочные обязательства
9	Чистый оборотный капитал	Оборотные активы – Краткосрочные обязательства
Коэффициент оборачиваемости активов		
10	Оборачиваемость оборотных средств	Выручка от реализации / Средний уровень запасов
11	Оборачиваемость дебиторской задолженности	Выручка от реализации / Дебиторская задолженность
12	Оборачиваемость кредиторской задолженности	Выручка от реализации / Кредиторская задолженность
13	Чистый оборотный капитал	Выручка от реализации / Чистый оборотный капитал
14	Оборот основных средств	Выручка от реализации / Основные средства
15	Общий оборот активов	Выручка от реализации / Активы

Окончание таблицы 2

Структура капитала и соотношение по управлению задолженности		
16	Коэффициент задолженности	Обязательства / Активы
17	Отношение долга к собственному капиталу	Обязательства / Собственный капитал
18	Отношение собственного капитала к долгу	Всего активы / Собственный капитал
19	Коэффициент долгосрочной задолженности	Долгосрочные кредиты и займы / Активы
Показатели рыночной стоимости		
20	Капитализация	Количество обыкновенных акций * Цена акций
21	Прибыль на акцию	Чистая прибыль / Количество обыкновенных акций
22	Отношение цены к прибыли на одну акцию (P / E)	Цена акции / Прибыль на акцию
23	Балансовая стоимость акций	Собственный капитал / Количество обыкновенных акций
24	Отношение рыночной цены к балансовой (MBR)	Цена акций / Балансовая стоимость акций

финансовых показателей определяется простотой расчета и доступностью необходимой информации. Однако они имеют ряд ограничений: они чувствительны к бухгалтерским ошибкам, некоторые из них (рыночная стоимость) могут быть рассчитаны только для листинговых компаний. По этим причинам финансовые показатели могут быть использованы в начале анализа, но в дальнейшем должны быть использованы другие методы.

Метод денежного потока находит свое применение в процессе планирования и составления программы реструктуризации, поскольку позволяет учесть будущие изменения в денежных потоках деформируемого предприятия [3; 4].

$$NPV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

где CF_t — денежный поток t -го периода; r — стоимость капитальных затрат с учетом риска.

Экономическая сущность показателя *добавленной стоимости (ДС) промышленных*

предприятий исходит из того посыла, что стоимость предприятия формируется из генерируемых доходов за вычетом издержек, а также стоимости капитала. По сравнению с традиционными подходами оценки влияния реструктуризационных мероприятий на конечные результаты предприятия, данный метод вполне позволяет получить репрезентативную оценку для акционеров и инвесторов. Также данный метод, наряду с оценкой влияния реструктуризации, позволяет оценить процесс слияния компаний, эффективность внедрения новых технологий и оценить продуктивную инновацию. Добавленную стоимость корпорации можно рассчитать по следующей формуле [2]:

$$AV = NOPAT - (C \cdot Capital),$$

где $NOPAT$ — операционная прибыль после уплаты налогов, C — величина стоимости капитала (WACC), $Capital$ — стоимость капитала на начало года.

Добавленная рыночная стоимость (ДРС) представляет собой разницу между рыночной

Таблица 3

Сравнительная характеристика методов оценки влияния реструктуризации на финансовые результаты предприятия

Достоинства метода	Ограничения
Финансовые показатели	
<p>Простота расчета коэффициентов. Подходит для оценки предприятий любого типа. Не требует прогнозирования будущих денежных потоков. Достаточность финансовых отчетов.</p>	<p>Чувствительность к ошибкам бухгалтерской и учетной политики. Коэффициенты рыночной стоимости не могут быть рассчитаны для всех компаний. Не учитываются денежные потоки. Репрезентативность результатов для определенного временного промежутка.</p>
Метод расчета денежных потоков	
<p>Расчет денежных потоков.</p>	<p>Ненадежность прогнозов. Требуется внутренняя информация.</p>
Добавленная стоимость корпорации	
<p>Простота расчета. Подходит для оценки предприятия любого типа. Не требует прогнозирования будущих денежных потоков. Учитывает стоимость капитала и размер долга. Позволяет эффективно осуществлять контроль и управление использованием инвестированного капитала.</p>	<p>Чувствительность к ошибкам бухгалтерской и учетной политики. Не учитываются денежные потоки. Требуется внутренняя и внешняя информация о предприятии.</p>
Добавленная рыночная стоимость	
<p>Демонстрирует эффективность государственных решений на всех уровнях управления. Позволяет оценить эффективность деятельности управляющего звена. Общественная информация достаточна для расчета индикатора.</p>	<p>Должен использоваться вместе с другими методиками, потому что, если основываться исключительно на методе рыночной добавленной стоимости, большинство управленческих решений будет принято с учетом лишь краткосрочных прогнозов, и долгосрочный рост промышленного предприятия не будет обеспечен. Не учитываются денежные потоки. Необходимо обеспечение открытости информации о предприятии.</p>

стоимостью акций и балансовой стоимостью собственного капитала. Это значение может быть рассчитано следующим образом [5]:

$$ДРС = \text{Рыночная стоимость} - \text{Общая сумма активов},$$

или

$$ДРС = \text{Рыночная стоимость собственного капитала} + \text{Балансовая стоимость обязательств}.$$

При расчете добавленной рыночной стоимости предприятия также можно вычислить стоимость самого предприятия, а именно [5]:

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{БСИК} + \text{ДРС},$$

где БСИК — балансовая стоимость инвестированного капитала. Положительное значение этого показателя свидетельствует о том, что ДРС создается для акционеров предприятия.

Обобщая рассмотренные методики оценки влияния реструктуризации на финансовые результаты промышленного предприятия, необходимо отметить их недостатки и достоинства (табл. 3).

Сравнительный анализ преимуществ и ограничений рассмотренных методик показывает, что в основном методы основаны на исследовании прибыли предприятия или его денежного потока, полученные результаты зачастую подвержены влиянию неточностей внутренней организации документооборота и аналитической работы, и, следовательно, надежность полученных результатов оценки влияния реструктуризации может не быть обеспечена в полной мере. Тем не менее, можно заключить, что традиционные методы финансового анализа и метод добавленной стоимости предприятия имеют большее преимущество, чем метод дисконтирования денежных потоков, и являются наиболее подходящими для оценки влияния реструктуризации на стоимость промышленного предприятия.

Литература

1. Copelad T., Koller T., Murrin J. Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm. — Warszawa: WIG PRESS, 1997.
2. Jennergren L. P. A Tutorial on the Dis-

counted Cash Flow Model for Valuation of Companies. // SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration. — 1998. — No. 1.

3. Penc J. Encyklopedia zarządzania. — Lodz: Academy of International Studies, 2008.

4. Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie adaptacji do współczesnego otoczenia. / Collective work under the supervision of M. Porada. — Warszawa: Rochoń, Difin, 2009.

5. Petravičius T. Projekto veiklos efektyvumo matavimas vertės metodais. // Verslas: Teorija ir praktika — Business: Theory and Practice. — 2008. — No. 9 (3).

6. Rojek T. Poland Enterprise Restructuring in the Context of the Processes of Creating Its Value. // Cracow University of Economics. The Business & Management Review. — 2012. — Vol. 2. — No. 1. — Pp. 35–45.

7. Газеев М. Х. Основные вопросы реорганизации схемы управления. Демонполизация и разгосударствление ТЭК. // Экономика и управление нефтегазовой промышленности. — 1998. — №1.

8. Ерофеев А., Грановский Б. Как планировать реструктуризацию бизнеса? [Электронный ресурс] / Quality.eur.ru: Сайт о менеджменте качества. — Режим доступа: <http://quality.eur.ru/MATERIALY3/kprb.htm>, свободный (20.09.2014).

9. Мазур И. И., Шатино В. Д. и др. Реструктуризация предприятий и компаний: Справочное пособие. — М.: Высшая школа, 2000.

10. Павленко А. Н. Генезис и эволюция понятия «реструктуризация» в отечественной экономике. // Известия Томского политехнического университета. — 2008. — Т. 313. — №6. — С. 10–14.

11. Развадовская Ю. В. Анализ отечественного и зарубежного опыта управления структурными преобразованиями экономики промышленного сектора [Электронный ресурс] / Инженерный вестник Дона. — Режим доступа: <http://www.ivdon.ru/magazine/archive/n1y2013/1532>, свободный (11.05.2013).

12. Рычихина Н. С. Оценка эффективности реструктуризационных преобразований промышленного предприятия. // Современные наукоемкие технологии. — 2008. — №1 (приложение). — С. 55–61.

13. Худякова А. Е. Реструктуризация про-

мышленного предприятия в условиях развивающегося рынка. // Вестник Челябинского государственного университета. Экономика. — 2009. — №3 (141). — Вып. 19. — С. 104–108.

Поступила в редакцию

19 февраля 2015 г.



Кристина Владимировна Самонова — аспирант кафедры инноватики и экономического проектирования Южного федерального университета.

Christina Vladimirovna Samonova — postgraduate student of the Russian Federal University's Innovations and the Economic Planning department.

347900, Ростовская обл., г. Таганрог, пер. Тургеневский, 44
44 Turgenevskiy al., 347900, Taganrog, Rostov reg., Russia
Тел.: +7 928 60 03 032; e-mail: kristi-rosa@yandex.ru