

**Г. В. Єфімова**

кандидат економічних наук, доцент,  
завідуючий кафедри економічної теорії  
Національний університет кораблебудування ім. адм. Макарова, м. Миколаїв

## **ВАРТІСНА КОНЦЕПЦІЯ ВИМІРЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ**

*На основі вивчення існуючих підходів до оцінки та управління ефективністю виділено та охарактеризовано дві концепції: традиційна фінансово-орієнтована і стратегічно-орієнтована. Обґрунтовано доцільність вимірювання ефективності реструктуризації за приростом вартості підприємства. Визначено особливості формування грошового потоку та вибору періоду для оцінки вартості підприємства доходним методом.*

**Ключові слова:** ефективність реструктуризації, вартість підприємства, грошовий потік.

### **Efimova H. COST PERFORMANCE MEASUREMENT RESTRUCTURING CONCEPT**

*On the basis of existing approaches to evaluation and management of efficiency two concepts were identified and characterized: the traditional financial-focused and strategically-focused. Expediency of restructuring efficiency measurement in the growth of value was grounded. Features of cash flow forming and period selection for the valuation of the company were determined.*

**Keywords:** efficiency of restructuring, enterprise value, cash flow.

Реструктуризація – процес, який потребує певних витрат часу, ресурсів. Тому проведення реструктуризації передбачає необхідність розрахунку її ефективності. Оцінка ефективності реструктуризації необхідна і для визначення доцільності впровадження заходів, які складатимуть програму реструктуризації, і для оцінки ефективності результатів проведеної реструктуризації.

Визначення ефективності залишається однією з найважливіших економічних проблем сучасності. Не зважаючи на поширеність у науковій думці категорії «ефективність», на сьогоднішній день і досі немає однозначного і загальноприйнятого її розуміння. Наукова парадигма у цьому напрямку відрізняється наявністю підчас антонімічних поглядів щодо суті поняття «ефективність». Більшість авторів розглядають ефективність як співвідношення витрат і результатів (корисного ефекту) [1, 2, 3, 4]. Більш широке розуміння результатів як задоволення потреб суспільства пропонують [5]. Цікавим представляється погляд [6] щодо розуміння ефективності як перетворення одного набору ресурсів у інший. З кінця 80-х років відбувається переосмислення і розвиток фінансово-орієнтованої концепції управління у бік багатосторонньої орієнтації. Нові моделі на базі нової концепції отримали у англійській літературі з обліку та контролінгу назву Performance Measurement, або вимірювання досягнень [7 – 12].

Аналіз існуючої системи управління процесами реструктуризації дозволив зробити висновок, що питання оцінки ефективності реструктуризації підприємств не розроблені достатньою мірою, є дискусійними як в силу того, що в сучасній економічній літературі термінологічний апарат характеристики самого процесу реструктуризації перебуває в процесі формування, так і в силу багатогранності самого поняття «ефективність реструктуризації». Все це зумовлює необхідність формування концепції оцінки ефективності

реструктуризації, обґрунтування підходів до її проведення та критеріїв, що і ставиться за мету в цій роботі.

Проблема оцінки ефективності результату діяльності підприємства є досить складним завданням з точки зору формування критеріїв цієї оцінки та вибору адекватних методів.

Неоднозначність, складність та комплексність процесу реструктуризації обумовлює різні трактування поняття «ефективність реструктуризації» і різні підходи до оцінки її ефективності:

- з позиції виконання плану проведення реструктуризації (прогнозна та фактична ефективність);
- з точки зору очікуваних результатів від реструктуризації (підвищення ліквідності, платоспроможності, прибутковості, ділової активності, вартості підприємства та ін.);
- з позиції порівняння результатів та витрат.

Опанувавши велику кількість модифікацій процесу визначення та управління ефективністю, можна умовно розмежувати існуючі методики за інструментальним критерієм на такі:

– традиційна фінансово-орієнтована концепція оцінки ефективності (базується на показниках фінансової звітності, вважаючи, що результати діяльності компанії якнайкраще і найповніше відображаються у фінансових результатах та показниках, розрахованих згідно із наявними даними);

– стратегічно-орієнтована концепція визначення ефективності (базується на тісному взаємозв'язку системи оцінки різних сторін діяльності організації із стратегічними завданнями; використовується як оціночний інструментарій, як система стратегічного управління, іноді – ще й як засіб розповсюдження інформації. Узагальнені

концептуальні підходи до визначення ефективності порівняні у табл. 1.

Таблиця 1

**Порівняльна характеристика фінансово-орієнтованої та стратегічно-орієнтованої концепцій визначення ефективності діяльності підприємств**

<b>Ознака</b>	<b>Фінансово-орієнтована концепція</b>	<b>Стратегічно-орієнтована концепція</b>
Цільова орієнтація	Внутрішнє оточення	Внутрішнє та зовнішнє оточення
Охоплення сфер діяльності	Здебільшого орієнтована на внутрішні процеси	Охоплює усі сфери діяльності
Рівень використання показників	Бізнес-одиниці	Всі рівні
Часова спрямованість показників	Віддзеркалюють минулий стан організації	Підпорядковані стратегічним завданням, спрямовані у майбутнє
Особливості розрахунку показників	Розраховуються від нижчого рівня до вищого	Змішаний підхід, використання принципу каскадування "згори – донизу"
Відображення результатів діяльності з точки зору зацікавлених сторін	Корисні лише частині представників зовнішнього та внутрішнього середовища	Розширений перелік зацікавлених сторін
Використання не фінансових показників	Не використовуються	Значно поширені
Зв'язок із стратегічним плануванням	Слабкий	Тісний
Орієнтація у часі	Спрямовані на досягнення короткострокових результатів, часто приносячи у жертву довгострокову перспективу	Спрямовані на успішну реалізацію стратегії

Розроблено автором за [7, 8, 11, 12]

Традиційна фінансово-орієнтована концепція менеджменту в останнє десятиліття посилено критикується, що викликано цілою низкою причин. Виокремимо наступні головні негативні сторони моделей даної концепції:

- відсутність нефінансових показників;
- наявність слабкого взаємозв'язку із стратегічним плануванням;
- жорстка орієнтація на минулі результати;
- короткостроковість;
- спрямованість на окремих представників зовнішнього та внутрішнього середовища підприємства (власників та менеджмент).

З метою виокремлення найбільш прийнятних для оцінки реструктуризації з наведених стратегічно-орієнтованих концепцій, використаємо матрицю порівняння, у якій проаналізуємо критичні сторони концепцій за ознаками взаємозв'язку бачення і стратегії; реалізації цілей, спрямованих на внутрішнє та зовнішнє середовище; охоплення усіх сфер діяльності; опису застосовуваних систем показників; моделювання вимірювання; методу аналізу продуктивності і «план-фактних» відхилень; передбачення мотиваційної сторони; опису процесу; використання методів і інструментів; взаємодії з менеджментом, спрямованості на удосконалення діяльності (рис. 1).

Базуючись на отриманій матриці, можна зробити висновок про відсутність концепції, яка відповідала б усім зазначеним критеріям. Відносно достатніми та універсальними є моделі HP та BSC. При цьому найбільш поширеною є остання.

Аналітичне опрацювання проблеми визначення ефективності реструктуризації підприємств дозволяє зробити наступні узагальнення:

По-перше, сьогодні не існує і не може існувати універсальної системи або критерію визначення ефективності через безліч стратегій, процесів і можливостей, спрямованих на задоволення потреб усіх зацікавлених сторін.

По-друге, серед існуючих підходів можна виокремити як цілісні концепції, так і «набір» певних прийомів, інструментів і принципів їхнього використання у певному місці в певний час, при чому такий «набір» часто можна зустріти у тотожній (або близькій до оригіналу) «комплектації» під іншою назвою, тому дуже важливо не випробовувати усі наявні методики у пошуках «панацеї», а створювати власну модель, яка б відповідала саме цій організації, керуючись при цьому критерієм доцільності, а не моди.

По-третє, головними вимогами до оцінки кількісного вираження ефективності здебільшого є: інформативність показників; доступність інформації, що використовується; співставність результатів.

До того ж, сучасні системи оцінки ефективності реструктуризації містять індикатори (здебільшого нефінансового характеру), які не відповідають зазначеним вимогам, оскільки завжди існує складність визначення показників, наприклад, інтелектуального капіталу. Крім цього, відсутність інформації щодо багатьох параметрів зовнішнього середовища (а це особливо актуально для вітчизняних підприємств) не дозволяє підприємству отримати чітку картину щодо деяких зацікавлених сторін.



показовим вважається використання доходного підходу. Складність використання ринкового підходу пояснюється унікальністю кожного окремого підприємства і специфіки умов прийняття рішень про той чи інший варіант реструктуризації. По суті, оцінюється прогноз розвитку підприємства в майбутньому. Отже, некоректно шукати аналогічний, який вже трапився в даний момент часу випадок. Підхід на основі активів, в рамках якого використовується один або більше методів, заснований безпосередньо на обчисленні вартості активів підприємства за вирахуванням зобов'язань, може бути корисний при розрахунку ліквідаційної вартості. Слід враховувати і ту обставину, що при розрахунках необхідно зберігати порівнянність використовуваних підходів для оцінки поточної вартості підприємства та прогнозу її вартості з урахуванням проведеної реструктуризації. Таким чином, послідовність кроків з аналізу варіантів реструктуризації підприємства виглядає наступним чином:

На першому етапі оцінюється поточна вартість підприємства «як є» за допомогою методу дисконтованого грошового потоку.

Потім розробляються різні варіанти реструктуризації операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства. Послідовне здійснення того чи іншого варіанту стратегії призводить до максимального збільшення грошового потоку і, як наслідок, до підвищення вартості підприємства.

З урахуванням розроблених заходів, будуються прогнозні моделі дисконтованого грошового потоку:

$$\text{Стек} = \sum \text{CF}_{\text{тек}} (1 + r)^{-n}, \quad (2)$$

$$\text{Спест} = \sum \text{CF}_{\text{спест}} (1 + r)^{-n}, \quad (3)$$

при чому  $r \neq 1$

Останнім етапом є порівняння отриманих результатів. В якості критерію відбору варіантів виступає збільшення вартості компанії. Стратегія, яка веде до збільшення вартості бізнесу, становить основу для розгляду наступних варіантів реструктуризації.

Для визначення сумарного результату оцінки варіантів реструктуризації необхідно внести ряд поправок. Так, розрахована за методом дисконтованого грошового потоку вартість підприємства не включає в себе вартість надлишкових і нефункціонуючих активів, які безпосередньо не беруть участі в генеруванні доходу. Такі активи оцінюються окремо, а результат додається до ринкової вартості підприємства. Можна виділити окремі типи об'єктів, що підлягають окремій оцінці та обліку в вартості:

- власний оборотний капітал. В разі наявності у підприємства надлишкових власних оборотних коштів їх величину слід додати до вартості підприємства, а дефіцит відняти;

- зобов'язання, пов'язані з проведенням природоохоронних заходів. Якщо характер виробництва підприємства недостатньо екологічно чистий, то для зменшення шкідливого впливу на

навколишнє середовище підприємство зобов'язане здійснити певні природоохоронні заходи. Ці зобов'язання капіталізуються і відраховуються з ринкової вартості підприємства;

- об'єкти соціальної сфери і невикористовувані основні засоби. При наявності у підприємства соціальних об'єктів і невикористовуваних основних засобів необхідно визначити вартість їх можливого продажу. Знайдена величина збільшує вартість підприємства.

Величина вартості, отримана після внесення всіх поправок, є обґрунтованою ринковою вартістю підприємства, а її різниця вартостей, отриманих при порівнянні варіанта реструктуризації з поточним станом – ефект реструктуризації:

$$S = [\text{CF}_{\text{спест}}(1+r)^n - \text{CF}_{\text{пот}}(1+r)^n] \pm \text{ВОК} - \text{ЗПОЗ} + \text{Вликв}, \quad (4)$$

де ВОК – сума власних оборотних коштів;

ЗПОЗ – зобов'язання, пов'язані з проведенням природоохоронних заходів;

Вликв – ліквідна вартість об'єктів соціальної сфери і невикористовуваних основних засобів.

Фінансовий стан підприємств, що знаходяться в кризовому стані (зокрема суднобудівних), як правило, вкрай важкий: спад обсягів виробництва, відсутність власних оборотних коштів, низький рівень застосовуваних технологій, незадовільна якість продукції – далеко не повний перелік негативних показників діяльності. В цій ситуації майбутній грошовий потік є від'ємним значенням, що веде до зниження вартості підприємства в часі. Як було вже зазначено раніше, головним завданням реструктуризації є підвищення вартості підприємства. В даному ж випадку слід говорити про розробку заходів спрямованих на зниження «здешевлення» підприємства.

Досить важливо правильно визначити тривалість прогнозованого періоду. Якщо він буде надмірно великим, потрібно багато зусиль для складання реалістичного прогнозу. В той же час не слід допускати штучного скорочення періоду детального прогнозування, оскільки, якщо в перші роки динаміка грошових потоків буде сильно відрізнятись від середньої величини, то вартість підприємства буде значно спотворена.

Значення дисконтованих грошових потоків за роками безпосередню залежить від розміру ставки дисконтування. Якщо в якості методу визначення ставки дисконтування використовувати метод скорегованої на ризик ставки дисконту (Risk – Adjusted Discount Rate), який передбачає зміну цієї ставки залежно від рівня ризику, пов'язаного з грошовим потоком, то діапазон зміни для стійко функціонуючих підприємств буде коливатися в межах від 30 до 60%. А для підприємств, що знаходяться в кризовій ситуації, ставка може бути ще більше. Відповідно при такому високому рівні ставки дисконту дисконтовані потоки вже на 5-7 рік обнуляються. Таким чином, подальший розгляд фінансової моделі не має сенсу. Звідси робимо висновок, що прогнозований період, на який

необхідно робити детальний розрахунок, становить до 3 років, а постпрогнозований – 5-7 років залежно від умов кожного конкретного проекту та умов макросередовища.

Хотілося б загострити увагу на тому, що розглянуті підходи до оцінки ефективності різних варіантів реструктуризації підприємства не дозволяють приймати однозначні рішення, оскільки не враховують «негрошові» чинники зміни вартості. Такими можуть бути: підвищення якості управління підприємством, присутність інформаційного ефекту, коли оголошення про реструктуризацію злиття може викликати позитивне (негативне) зрушення у вартості акцій підприємства, поява можливості залучення позикових коштів тощо. Все вищеперелічене має ретельно аналізуватися з точки зору обраної стратегії розвитку, перш ніж керівництво вважатиме за краще один варіант реструктуризації підприємства іншому.

Висновки. Процес вимірювання ефективності реструктуризації підприємства методично пов'язаний, перш за все, з визначенням відповідних критеріїв і показників. Показники, що визначаються на базі ресурсного та витратного підходів є лише частковими показниками, які слугують цілям аналізу, але не придатні для узагальнюючої оцінки рівня економічної ефективності реструктуризації. Найбільш комплексним і об'єктивним показником ефективності заходів служить оцінка зміни вартості бізнесу. Отже, процес реструктуризації має бути спрямований на більш ефективне використання внутрішніх і зовнішніх ресурсів підприємства з метою збільшення вартості бізнесу.

### Список використаних джерел:

1. Малышев П.А. Критерии эффективности производства (социально-экономический аспект). / П.А. Малышев, И.Г. Шилин. – М.: Мысль, 1973. – 344 с.
2. Рац О. М. Визначення сутності поняття «ефективність функціонування підприємства» / О. М. Рац // *Економічний простір: Зб. наук. праць*. 2008. – №15. – С. 275–285.
3. Новожилов В.В. Проблемы измерения затрат и результатов при оптимальном планировании / В.В.Новожилов. – М.: Наука, 1972. – 434 с.
4. Якимчук Т. В. Соціально-економічна ефективність підприємства та її значення в сучасних умовах [Електронний ресурс] / Т. В. Якимчук – Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_gum/Vzhdtpdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_gum/Vzhdtpdf).
5. Баянский Т. Э. Эффективность общественного производства и ее анализ: методологические разработки / Т. Э.Баянский. – Алма-Ата. – 1997. – 18 с.
6. Астахов А.С. Методические вопросы определения интегрального эффекта // *Вопросы экономики*. – 1975. – №9. – С. 37-49.
7. Ольше Н.-Г. Оценка эффективности деятельности компании. Практическое руководство по использованию сбалансированной системы показателей: Пер. с англ. / Н.-Г.Ольше, Ж.Рой, М.Ветер – М.: Издательский дом «Вильямс», 2004. – 304 с.
8. Редченко К. Показательное несогласие: balanced scorecard и tableau de bord [Електронний ресурс] / К. Редченко. – Режим доступа : <http://www.cfin.ru>. – Заголовок с экрана.

9. Эволюция показателей стратегии развития предприятия // Интернет-портал для управленцев [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.management.com.ua/strategy/str070.html?print>.

10. Jerald E. Pinto. Equity asset valuation [Text] /... [et al.]. – 2nd ed. p. cm. – (CFA Institute investment series ; 27) Rev. ed. of: Equity asset valuation / John D. Stowe ... [et al.]. c. 2007.

11. Kaplan R. S., Norton D. P. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action.- Boston (Ma., USA): Harvard Business School Press, 1996.

12. McNair C.J. Do Financial and Nonfinancial Performance Measures Have to Agree? / C.J. McNair, R. L. Lynch, and K. F. Cross // *Management Accounting*. – 1990. – Vol.5, №11. – pp. 26-36.

### References

1. Maly'shev P. A., Shilin I. G. (1973) Kriterii e'ffektivnosti proizvodstva (sotsial'no-e'konomicheskij aspekt) [Production efficiency criteria (socio-economic aspect)]. Moscow: My'sl', 344. [in Russian].
2. Rats O. M. (2008) Vyznachennia sutnosti poniattia "efektyvni funktsionuvannia pidpriemstva [Vyznachennia sutnosti ponyattia "efektyvni funktsionuvannia pidpriemstva"]", *Ekonomichnyi prostir*, 15, 275–285. [in Ukrainian].
3. Novozhilov V.V. (1972) Problemy' izmereniya zatrat I rezultatov pri optimal'nom planirovanii [Problems of measuring the costs and results in optimal planning]. Moscow: Nauka, 434. [in Russian].
4. Yakimchuk T.V. Sotsialno-ekonomichna efektyvni pidpriemstva ta yii znachennia v suchasnyh umovah [Sotsialno-Ekonomichna efektyvni pidpriemstva that ii value in Suchasnyj Minds], Retrieved from [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_gum/Vzhdtpdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_gum/Vzhdtpdf). [in Ukrainian].
5. Bayanskiy T. E'. (1997) E'ffektivnost' obshhestvennogo proizvodstva i eyo analiz [Efficiency of production and socio ee analysis: methodological development]. Almaty, 18. [in Russian].
6. Astahov A.S. (1975) Metodicheskie voprosy' opredeleniya integral'nogo e'ffekta [Methodical question for determining the effect yntehrlnoho]. *Voprosy' ekonomiki*, 9, 37-49. [in Ukrainian].
7. Ol've N.-G. (2004) Ocenka e'ffektivnosti deyatel'nosti kompanii. Prakticheskoe rukovodstvo po ispol'zovaniyu sbalansirovannoj sistemy' pokazatelej [Evaluating the effectiveness of the company. Practical guidance on the use of the Balanced Scorecard]. Moscow: Vil'yams, 304. [in Russian].
8. Redchenko K. Pokazatel'noe nesoglasie: balanced scorecard u tableau de bord, available at [Demonstrative disagreement: balanced scorecard and the tableau de bord] Retrieved from <http://www.cfin.ru>.
9. E'volyucziya pokazatelej strategii razvitiya predpriyatiya [The evolution of indicators of enterprise development strategy]. Retrieved from <http://www.management.com.ua/strategy/str070.html?print>. [in Russian].
10. Jerald E. Pinto. (2007) Equity asset valuation [Text] /... [et al.]. – 2nd ed. p. cm. – (CFA Institute investment series ; 27) Rev. ed. of: Equity asset valuation / John D. Stowe ... [et al.]. [in USA].
11. Kaplan R. S., Norton D. P. (1996) The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action.- Boston (Ma., USA): Harvard Business School Press. [in USA].
12. McNair C.J. (1990) Do Financial and Nonfinancial Performance Measures Have to Agree? / C.J. McNair, R. L. Lynch, and K. F. Cross // *Management Accounting*, Vol.5, 11, 26-36.[in USA]