

7.3. Оценка эффективности финансовой реструктуризации

Цена финансовой реструктуризации на любой стадии может оказаться чрезмерно высокой, если сопровождается продажей части бизнеса, слиянием или поглощением и массовыми увольнениями. Тем не менее финансовая реструктуризация позволяет полностью раскрыть ту стоимость, которая спрятана внутри предприятия. В контексте максимизации рыночной стоимости стратегический менеджмент обычно рассматривает так называемый пятиугольник реструктуризации, представленный на [рис. 7.4](#) <13>.

<13> Mery L.R., Douglas R.C. Guide to Trouble Business and Bankruptcies. Texas: Practitioners Publishing Company, 1998. Vol. 1. P. 707.

Возможности реструктуризации



Рис. 7.4

Пошаговые результаты формирования потенциальной стоимости бизнеса постоянно сравниваются с текущей рыночной стоимостью предприятия. Каждый раз проводится оценка потенциального прироста состояния акционеров в результате успешно проведенной реструктуризации.

Сравнение потенциальной и текущей рыночной стоимости бизнеса также

позволяет выявить те несоответствия, которые существуют в восприятии перспектив бизнеса инвесторами и кредиторами, с одной стороны, и руководством предприятия - с другой.

Подобный анализ снабжает полной и объективной информацией об истинном состоянии дел и перспективах формирования рыночной стоимости предприятия в стратегическом плане. В качестве показателя полезно использовать коэффициент Q-Тобина, равный:

$$Q\text{-Тобина} = \frac{\text{Рыночная стоимость предприятия}}{\text{Стоимость замещения активов}}. \quad (7.1)$$

Рыночная стоимость предприятия - это сумма собственности и долгосрочных обязательств, оцененных по рыночной стоимости. Стоимость замещения активов показывает, во сколько обошлось бы предприятию полное замещение активов при текущих рыночных ценах. Если $Q > 1$, то активы стоят больше, чем рыночная стоимость при использовании этих активов фирмой. Желательно иметь $Q \geq 1$, хотя есть и успешные фирмы с $Q < 1$.

В финансовом анализе этот коэффициент обычно используется для прогнозирования прибылей и убытков при покупке предприятия.

Возможности практического применения процесса реструктуризации имеют серьезные ограничения в России. Перечислим некоторые из них:

- неготовность руководства предприятий идти до конца в реализации всех мероприятий по реструктуризации;
- сложность привлечения квалифицированных кадров на кризисные предприятия и в регионы;
- отсутствие финансовых ресурсов на проведение преобразований;
- необходимость "тотальной" замены или обучения кадров.

Зачастую имеются ограничения по времени, в течение которого должны быть реализованы эти мероприятия. Существуют также социальные ограничения для градообразующих предприятий <14>.

<14> Сохранение рабочих мест не менее чем для 50% работников, занятых на предприятии; в случае изменения профиля деятельности предприятия работников надо переобучить или трудоустроить.

Дополнительные сложности методического характера возникают при попытке количественной оценки эффективности предлагаемой реструктуризации кризисного предприятия.

Традиционные методики, касающиеся реструктуризации предприятий, построены на опыте консалтинговых фирм, определяют направления и перечни мероприятий. Это приводит к тому, что руководство предприятия, начав в присутствии консультантов реструктуризацию по всему спектру проблем, не завершает и части из них, сводя на нет эффективность финансового оздоровления. В ряде случаев реструктуризация проводится на "верхнем" уровне, не затрагивая бизнес-процессы и среднее звено управления предприятием. Именно поэтому целый ряд проектов, разработанных с участием консультантов, вылился лишь в объемные тома "выводов и рекомендаций", которые не были внедрены на практике.

В ряде проектов реструктуризации предприятий предлагается оценивать эффект по аналогии с инвестиционными проектами на основе показателей чистой текущей стоимости NPV и внутренней ставки рентабельности IRR. Применение этого метода имеет определенные ограничения:

- не всегда корректно заданы исходные данные (излишний оптимизм по поводу выхода из кризиса);

- не учитываются такие важные факторы, как риски вариантов реструктуризации, связанные со смещением сроков и неполной реализацией планов, ошибками при прогнозе развития рыночной ситуации, слабо учитывается вероятность отрицательных воздействий со стороны конкурентов.

В теории финансового менеджмента также существует подход к оценке эффективности реструктуризации и инвестиционных проектов на основе критерия внутреннего темпа роста стоимости. В то же время внутренний темп роста в большей мере годится для оценки результативности долгосрочной стратегии максимизации рыночной стоимости нормально функционирующего предприятия и слабо работает в условиях кризиса прибылей.

Представляется очевидным, что для характеристики состоятельности плана финансового оздоровления или плана внешнего управления, разрабатываемых в условиях сравнительно коротких периодов времени, требуется такой интегральный показатель, способный оценить динамику постепенного перехода бизнеса из убыточного состояния в нормальные условия растущего и прибыльного бизнеса.

По мнению аналитиков ранее существовавшей ФСФО России, таким показателем может служить рост чистых активов предприятия. Критерий максимизации роста стоимости чистых активов характеризует меру *эффекта*

финансового оздоровления, и именно в этом его недостаток. Наблюдаемая тенденция роста стоимости чистых активов, обеспечиваемая в результате реализации антикризисной стратегии, должна сигнализировать о наличии процесса преодоления кризиса. В то же время снижение стоимости чистых активов на промежуточном этапе финансового оздоровления может рассматриваться как следствие продолжения кризиса. Кроме этого, абсолютная величина роста стоимости чистых активов несет некоторую условность из-за различия в темпах инфляции, методов переоценки основных фондов, ликвидности активов. Она ориентируется только на имущественное положение предприятия без учета его финансовых результатов. При этом абсолютный рост чистых активов должен быть ограничен достижением оптимальной структуры капитала предприятия и адекватным ростом продаж.

Динамику протекания процесса финансовой реструктуризации в краткосрочном периоде реструктуризации имущества и капитала, обычно составляющим от 18 до 24 месяцев, нами рекомендуется отслеживать с помощью дифференциального показателя.

Дифференциальный показатель оценки успеха финансовой реструктуризации рассчитывается как отношение изменения чистой прибыли к абсолютному изменению чистых активов, умноженное на величину вероятности осуществления варианта финансовой реструктуризации:

$$D = \frac{\text{Изменение чистой прибыли}}{\text{Изменение чистых активов}} \times p, \quad (7.2)$$

где p - вероятность осуществления варианта финансовой реструктуризации.

При моделировании финансовых ситуаций выхода из кризиса обычно составляется пессимистический, ожидаемый и оптимистический варианты финансовых отчетов.

В прогнозном периоде темп роста чистой прибыли (темп снижения убытков) должен опережать прирост чистых активов. Поэтому изменение чистых активов стоит под знаком модуля, так как уменьшение общих активов должно осуществляться в целях роста собственности до оптимальной величины.

Использование дифференциального показателя для оценки эффективности финансовой реструктуризации, как и использование любого другого финансового инструмента, не дает гарантии преодоления или предотвращения кризиса.

Чтобы избежать в будущем повторного прохождения через катаклизмы, руководство предприятия должно переключить внимание на ценностноориентированный подход. Он подразумевает создание таких приоритетов, которые в конечном счете направлены на максимизацию рыночной стоимости предприятия: процесс планирования нацелен на рост благосостояния акционеров, поддерживается взаимопонимание с инвесторами. Реализуя такой подход, руководство превращает управление добавленной стоимостью в рутинную часть процесса принятия решений и их воплощения в жизнь. Различие между потенциально желаемыми и реально существующими результатами будет уменьшаться, устраняя необходимость в коренной реструктуризации. Планы руководства будут совпадать с планами инвестора.

Для мониторинга соответствия планов руководства и планов инвестора могут применяться и другие показатели и критерии. Так, критерий экономического роста характеризуется общим объемом продаж и динамикой роста продаж в процентах. Конкурентная сила проявляется в доле занятого рынка, известности торговой марки и предпочтении покупателей. Потенциал инноваций прослеживается в удельном весе новой продукции в объеме продаж, в том числе выведенной на рынок за последние пять лет, а также долей снижения издержек за счет новых технологий. Прибыльность характеризуется абсолютной суммой прибыли, процентом прибыли в чистой выручке, рентабельностью активов и собственного капитала. Выгода для владельцев отражается чистой прибылью в расчете на одну акцию, коэффициентом "Цена/Доход". Использование всех ресурсов анализируется с помощью загрузки производственных мощностей и коэффициента "Выручка/Активы".

Успех финансовой реструктуризации во многом будет зависеть от умения руководства:

- тщательно планировать движение потоков денежных средств с учетом меняющихся обстоятельств и последствий принимаемых решений по реструктуризации активов, имущества и капитала;

- сочетать тактические решения по реструктуризации предприятия со стратегической задачей роста рыночной стоимости, в том числе за счет инноваций.

Все проводимые меры должны рассматриваться через призму добавления стоимости предприятия:

- гибкого реагирования на изменение рыночной, политической и экономической ситуации;

- комплексного подхода к планам финансовой реструктуризации с использованием таких инструментов управления и контроля, как

рентабельность активов, финансовый рычаг, цена и структура капитала.

Таким образом, несостоятельность предприятия можно преодолеть, применяя финансовую реструктуризацию как основной инструмент антикризисной финансовой стратегии.