

Важливим внутрішнім резервом є створення бізнес-інкубаторів на базі таких потужних регіональних університетських центрів, як Львів, Чернівці, Ужгород, Івано-Франківськ та ін. Розвиток фірм малого і середнього бізнесу є надзвичайно важливим для конкурентоспроможності регіональної економіки. Програма підготовки молодих та здібних ініціативних людей полягає у виявленні та підготовці потенційних підприємців, здатних створити фірму на основі сучасних технологій, спроможних випускати нові конкурентоспроможні товари, узгоджувати процес організації цих структур з існуючими регіональними проектами. Це важливо з тих реалістичних міркувань, що значну частину виробництва неможливо та і непотрібно реанімувати. Їх час минув безповоротно. Натомість трансферт передових технологій не обов'язково мусить бути реалізований зарубіжними інвесторами. Приклад повоєнної Японії в цьому аспекті надзвичайно промовистий.

Але все ж таки – чому регіон? Не вважаймо за данину моді нашу увагу до загальноєвропейської та загальносвітової тенденції регіоналізації в умовах глобалізації відкритої економіки. Адже очевидно є різниця навіть в межах України за рівнем розвитку провідних та депресивних регіонів, що може набирати деструктивних тенденцій в державотворчому процесі.

1. *Промисловість Львівщини. Статистичний збірник / Під ред. Г. Корисько. – Львів, 2001.* 2. *Статистичний щорічник України / Під ред. О. Осауленка. – К., 2001.*

УДК 336 І 19

Н. М. Іванілова

Дніпропетровський національний університет

## ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТУ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

© Іванілова Н. М., 2002

**Розглянуто поширений в розвинутій ринковій економіці метод оцінки реструктуризаційної події на діяльність фірми, особливості його використання в умовах трансформаційної економіки.**

**The paper examined the method of assessment the effects of firm's restructuring action, the specific aspects of its realization in conditions of market economy and transition.**

Реструктуризація як якісне перетворення діяльності фірми завжди за своїми наслідками є багатовимірним процесом, що впливає на різні сторони життєдіяльності фірми, тому ефекти, що виникають в результаті реструктуризаційних перетворень, дуже різноманітні. З найбільш загальних можна назвати, наприклад, ефекти доданої вартості (ефект багатства), перерозподілу багатства між акціонерами та облігаціонерами, коригування розміру підприємства відповідно до економічної доцільності тощо.

Оцінка ефекту реструктуризаційних дій залежить від того, з яких позицій вона проводиться. Можна оцінювати ефект реструктуризації з точки зору:

- груп, інтереси яких порушує реструктуризація, що проводиться;
- часового періоду, вна якому розглядається ця реструктуризація;
- зв'язків між окремими напрямками реструктуризації;
- ринку.

Але також суттєвим методичним моментом можна вважати підхід, що використовується для побудови таких оцінок. Значна частина робіт оцінює досягнутий ефект за допомогою виміру динаміки певних показників виробничої та фінансової діяльності, таких як рентабельність, платоспроможність, схильність до інвестування («внутрішні» оцінки).

Зовнішні оцінки отримуємо при зіставленні оцінки діяльності підприємства з середніми або кращими показниками у відповідній галузі. Вони мають відповісти на питання про те, чи дійсно змінилось становище підприємства на ринку в результаті реструктуризаційних дій та наскільки більш успішним стало підприємство з точки зору приросту добавленої вартості або зміцнення позиції на ринку, в його конкурентному, зовнішньому середовищу. Такий підхід обумовлено розумінням кінцевої доцільності реструктуризації та її виправданості з позиції отримання результату. Підприємство-аутсайдер, ринкова оцінка якого не змінилась після реструктуризації, навряд чи може вважатися таким, що успішно провело реструктуризацію, навіть якщо при цьому його внутрішня динаміка була вражаючою. Зростання рентабельності з 1 % до 2 % (в два рази чи на 100 %) при середньогалузевій рентабельності, наприклад, в 10 % не може вважатися успішним результатом реструктуризаційних дій.

Одним з прикладів зовнішніх оцінок є, наприклад, часто використований в зарубіжній практиці і теоретичних дослідженнях метод аномального прибутку (abnormal return) та його різні модифікації. Він досліджує ефект зміни багатства акціонерів і кредиторів фірми в результаті реструктуризаційних дій.

Метод аномального прибутку було вперше описано в праці Fama, Fisher, Jensen and Roll [1]. Основу методу становить аналіз зміни прибутку, що отримано фірмою, після її об'яви про намір провести ті чи інші реструктуризаційні дії для виходу з кризової ситуації та (або) для укріплення ринкових позицій. Для цього проводиться зіставлення протягом певного часового інтервалу прибутку, що спостерігався після такої об'яви, і прибутку, який би отримала фірма, якщо б не здійснила реструктуризаційних дій (нормального, або передбаченого прибутку), різниця між якими являє собою залишок. Акумуляований протягом періоду спостереження залишок являє собою аномальний прибуток фірми. Метод базується на кількох ключових моментах.

1. Суттєвим фактором є дата об'яви фірми про проведення реструктуризаційних дій (продажу або викупу акцій чи облігацій, об'ява про додатковий випуск цінних паперів фірми, об'ява про злиття, об'єднання та ін.).

2. Результат суттєво залежить від величини «вікна події» – часового інтервалу, протягом якого проводиться дослідження. Період події звичайно центрується відносно «дня 0» – це день об'яви про наміри фірми, що приймається за початок відліку. Величина вікна «події» може прийматися різною, наприклад, в 60 днів: від – 30 (30 днів до дати об'яви) до +30 (30 днів після дати об'яви).

3. Критерієм ефекту тієї чи іншої реструктуризаційної події на діяльність фірми є зміни в динаміці отриманого ринкового прибутку порівняно з прогнозним прибутком.

4. Прибуток вимірюється найчастіше за щоденними даними, іноді дані групуються за місяцями, в окремих дослідженнях використовується більш крупний масштаб часу [2, 3,4].

Прогнозний (нормальний) прибуток може визначатися різними методами, але завжди в прогнозі присутня для порівняння оцінка ринку. Наприклад, в [5] згадуються:

➤ *метод усередненого прибутку*: встановлюється так званий “чистий” період (200 – 300 днів до об’яви) та оцінюється середній прибуток фірми за цей період:

$$\hat{R}_{ei} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-n_0}^{-n_1} R_{it}}{n_0 - n_1},$$

де  $n_0$  – початок “чистого” періоду;  $n_1$  – початок вікна “події”;  $R_{it}$  – прибуток фірми  $i$  в момент  $t$ .

➤ *метод ринкової моделі*, що являє собою оцінку прогнозного прибутку за допомогою регресії:

$$\hat{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it},$$

де  $R_{mt}$  – прибуток на ринковий індекс (наприклад, S@P500) на момент  $t$ ;  $\beta_i$  – коефіцієнт фірми  $i$  (міра ризику);  $\alpha_i$  – прибуток за період, що не обумовлений ринком;  $\varepsilon_{it}$  – статистична помилка.

➤ *метод ринкового прибутку*: прогнозований прибуток фірми в момент  $t$  дорівнює  $R_{mt}$ :  $\hat{R}_{it} = R_{mt}$

5. Оскільки робиться припущення про те, що аномальний прибуток розподілено нормально, для дослідження статистичної значущості зміни вартості фірми, обумовленої реструктуризаційними діями, використовуються  $t$ -статистика або непараметричні критерії, такі, як критерій Вілкоксона та ін. [2, 4].

Методика дозволяє також розраховувати окремо зміни багатства окремих груп – акціонерів та облігаціонерів фірми [3], певної однорідної групи фірм [4] та ін.

Через достатньо високий ступінь ефективності фондового ринку в умовах розвинутої ринкової економіки ця методика є визнаною, її ефективність підтверджено чисельними дослідженнями.

На жаль, можливість прямої адаптації такої методики і, що важливіше, можливість використання багатой дослідницької бази знань та досвіду, що було напрацьовано в цьому напрямку в умовах розвинутих, є дуже обмеженими для української економіки, перш за все через недостатню розвиненість фондового ринку, чії оцінки через відомі його мінуси (невисокий рівень капіталізації, обмежене число інвестиційних інструментів, учасників, непрозорість операцій, несиметричність інформації та ін.) не можна вважати об’єктивними. Більш або менш схожі проблеми є типовими для багатьох країн трансформаційної економіки, в той час як для економічної практики і теорії саме цих країн дослідження ефективності реструктуризаційних процесів є в більшому ступеню актуальним.

Процес реструктуризації завжди має високий ступінь невизначеності, що багатократно посилюється в умовах трансформаційної економіки, де фірма, яка підлягає оздоровленню, мусить не тільки поліпшувати внутрішньовиробничі характеристики, але і адаптуватися до нестійких “правил гри”, що змінюються.

Оскільки зовнішні показники, з якими порівнюється стан реструктуризованого підприємства, в умовах трансформації достатньо швидко змінюється в часі, оцінка ефекту реструктуризації має враховувати цю динаміку.

Нарешті, в будь-якому випадку реструктуризація – це обмежений в часі процес.

В таких умовах перспективним напрямком розвитку підходу до зовнішніх оцінок можна вважати використання апарату реальних опціонів, що формалізує ідеї опису ре-

структуризації з позицій теорії еволюційного розвитку економічних процесів. При цьому можна описати реструктуризацію фірми як певний проект і використати для оцінки його ефектів наведення результату реструктуризації як різниці між поточним станом фірми відносно до зовнішнього середовища і тим, яке б прогнозувалось при продовженні тенденції, що склалась, тобто без реструктуризації.

1. Fama E., Fisher L., Jensen M., and Roll, R. *The adjustment of stock prices to new information.* // *International Economic Review*, 10 (1969). 2. Robert Savickas. *Abnormal Returns* // *Social Science Research Network Paper Collection*, June, 2001. 3. William F. Maxwell, Clifford P. Stephens. *The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders* // *Social Science Research Network Paper Collection*, October, 1999. 4. Brown, S., Warner, J. *Using daily stock returns. The case of event studies.* // *Journal of Financial Economics*, 14 (1985). 5. J. Fred Weston, Kwang S. Chung, Juan A. Siu. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance.* Prentice Hall, Inc, 1998. Brown S., Warner J. *Using daily stock returns. The case of event studies.* // *Journal of Financial Economics*, 14 (1985).

УДК 658.16

О. Б. Андрушко, Д.І. Скворцов

Національний університет “Львівська політехніка”  
кафедра економіки і менеджменту інвестицій та нерухомості

## **ФІНАНСОВА РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ЯК ОДИН ІЗ САНАЦІЙНИХ ЗАХОДІВ НА ПІДПРИЄМСТВІ**

© Андрушко О. Б., Скворцов Д.І., 2002

**Розглядається реструктуризація підприємств як один із санаційних заходів, зокрема визначення фінансової реструктуризації та її напрямки з різних точок зору окремих авторів. Запропонована її класифікація, яка може полегшити керівництву визначитись у фінансових рішеннях щодо попередження банкрутства.**

**In the article the re-structuring of the enterprises, in the plan sanitation of measures is considered, in particular definitions of financial re-structuring and its directions from the different points of view of the separate authors and its classification is offered which can facilitate to a management to be defined in the financial decisions concerning the warning of bankruptcy.**

Термін “санація” походить від латинського слова “sanatio”, що значить оздоровлення, лікування. Під санацією розуміють комплекс послідовних, взаємозв'язаних заходів фінансово-економічного, правового характеру, спрямованих на виведення суб'єкта господарювання з кризи, відновлення, збереження або досягнення ліквідності, платоспроможності, конкурентоспроможності, прибутковості, скорочення всіх видів заборгованості, покриття поточних збитків, усунення причин їх виникнення.

Якщо розглядати санацію як загальне поняття, то можна дійти висновку, що її можна застосувати до абсолютної більшості вітчизняних суб'єктів господарювання і економіки країни загалом. Одним із факторів, які підштовхують підприємство до банкрутства, є криза неплатежів. Ця проблема набула загальнодержавного масштабу. Неодноразово на