

**Н.А.Казакова**

# **ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА И УПРАВЛЕНИИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ КОМПАНИИ**

Концептуальные подходы в оценке бизнеса ●

Оценка финансового состояния компании ●

Анализ и прогнозирование банкротства ●

Оценка инвестиционной  
привлекательности бизнеса ●



658(04)

К14

**Н.А. Казакова**

---

**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
АНАЛИЗ  
В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА  
И УПРАВЛЕНИИ  
ИНВЕСТИЦИОННОЙ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ  
КОМПАНИИ**

Рекомендовано  
УМО по образованию в области  
финансов, учета и мировой экономики  
в качестве учебного пособия  
для студентов, обучающихся  
по специальностям “Бухгалтерский учет,  
анализ и аудит”, “Налоги и налогообложение”,  
“Финансы и кредит”



**МОСКВА  
“ФИНАНСЫ И СТАТИСТИКА”  
2013**

658 (07)

658.511

+334.75

+330.3

УДК 005.52:658(075.8)

ББК 65.053.529я73

~~К14~~

К-14

**РЕЦЕНЗЕНТЫ:**

**Л.М. Полковский**, д-р экон. наук,  
проф. Российского государственного  
технологического университета им. К.Э. Циолковского;  
**Г.Б. Полисюк**, д-р экон. наук, проф.  
Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова

**ЭКСПЕРТ**

**М.В. Мельник**, д-р экон. наук,  
проф. Финансовой академии при Правительстве РФ

**Казакова Н.А.**

К14

Экономический анализ в оценке бизнеса и управлении инвестиционной привлекательностью компании: учеб. пособие / Н.А. Казакова. – М.: Финансы и статистика, 2013. – 240 с.: ил.

ISBN 978-5-279-03357-7

Систематизированы и обобщены современные теоретические знания и практические наработки в области экономического анализа для целей оценки бизнеса и управления инвестициями. В основу книги положены лекции, читаемые на курсах повышения квалификации «Оценка стоимости бизнеса».

Для студентов, научных и практических работников, преподавателей, а также слушателей курсов повышения квалификации в области менеджмента, учета, анализа и аудита, финансов и оценки.

УДК 005.52:658(075.8)

ББК 65.053.529я73

© Казакова Н.А., 2013

© Издательство «Финансы и статистика»,  
2013

ISBN 978-5-279-03357-7

# ПРЕДИСЛОВИЕ

Глубокие институциональные преобразования в функционировании государственного механизма и управлении отдельными предприятиями и организациями, появление новых социально-экономических процессов и кризисные явления в экономике не только существенно изменили содержательную часть многих традиционных для нашей страны разделов науки и практики в области экономики, но и привели к необходимости скорейшего развития направлений, которые с известной долей условности можно считать относительно новыми.

Сложные и во многом противоречивые процессы становления рыночных отношений в российской экономике, потребовали качественного осмысления новых экономических и социальных явлений, таких как:

приватизация и акционирование крупных государственных предприятий;

появление большого числа предпринимательских структур от малых предприятий до крупных корпоративных структур, таких как, концерны, группы и холдинги, различных по форме собственности и организационно-правой форме управления. В результате возникла потребность в оценке стоимости бизнеса в целом и доли каждого участника в нем;

появление и развитие фондового рынка, что породило необходимость в рыночной оценке стоимости акций различных компаний, становлении новой профессии финансового аналитика;

развитие страхования, как средства минимизации предпринимательских рисков;

недостаточность собственного капитала для нормального функционирования и развития бизнеса заставила многие предприятия и организации вести заемную (кредитную) политику. Для кредитования крупных и средних предприятий коммерческие банки применяют залог имущества. Это способствовало широкому развитию оценочной деятельности, одним из компонентов которой является экономический анализ;

потребность привлечения стратегических инвесторов и использования венчурного капитала для скорейшего развития бизнеса;

государственная реформа, приведшая к системному кризису в России в целом и на уровне отдельных хозяйствующих субъектов, способствовала росту числа неплатежеспособных предприятий и развитию процессов банкротства. Это породило в свою очередь создание системы государственного регулирования банкротства, потребность в профессии антикризисных управляющих, владеющих опытом и квалификацией не только менеджеров высшего звена, но и финансовых аналитиков, умеющих оценить ликвидационную стоимость имущества, возможность восстановления платежеспособности и уплаты долгов, разработать план финансового оздоровления и оценить потенциальную эффективность антикризисных программ.

Сегодня российские предприятия, стремящиеся к повышению своего имиджа, рыночного статуса, конкурентоспособности и с целью привлечения стратегических инвесторов в свой бизнес формируют и ежегодно обновляют экономический паспорт предприятия.

В характеристике и условиях функционирования хозяйствующих субъектов и осуществления ими инвестиционной деятельности также произошли существенные изменения, что связано прежде всего с появлением большого числа новых организационно-правовых форм хозяйствования (управления), предоставлением свободы предпринимательству и самостоятельности в использовании собственных финансовых ресурсов, созданием правовых и экономических условий для привлечения капитала российских и зарубежных инвесторов, гармонизацией экономических связей, глобализацией производственно-финансовой деятельности хозяйствующих субъектов, возникновением новых финансовых инструментов и рычагов. Это, безусловно, требует реформирования ранее действовавшего организационно-методического механизма инвестирования, а также кардинальных преобразований в методологии и методике инвестиционного анализа, в его оперативном и достоверном информационном обеспечении.

Основными источниками информации для анализа и оценки бизнеса выступают данные бухгалтерского и статистического учета. Однако российская система бухгалтерского учета пере-

живает сложный период становления новых правил официального бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами учета и отчетности. Методология и практика российского статистического учета также находятся в стадии реформирования: принят Федеральный закон об официальном статистическом учете и системе государственной статистики в Российской Федерации от 29 ноября 2007 г. № 282-ФЗ, продолжают переход на международные классификаторы и индикаторы, адаптация к международной системе национальных счетов.

Кроме того, традиционная система управления организацией, основанная только на учетных источниках информации, оказывается менее эффективной в силу наличия существенных недостатков в области информационного обеспечения процесса управления. Официальная отчетность, выступая информационной базой принятия управленческих решений на российских предприятиях, характеризуется такими негативными чертами, как неполнота (отсутствие наиболее важных для организации нефинансовых показателей, отражающих стратегию развития, уровень удовлетворенности заказчиков, ключевые позиции, уровень эффективности деятельности в соответствии с требованиями собственников капитала и т.п.) и неточность информации о состоянии дел, ориентация прежде всего на текущие результаты деятельности (например, отклонение балансовой и рыночной стоимости активов).

Исследования зарубежных специалистов показали, что компании, ориентированные на максимизацию стоимости акционерного капитала и внедряющие новые модели ведения бизнеса, добиваются более высоких результатов в производительности труда, росте финансовых результатов и повышении конкурентоспособности своей продукции, работ и услуг на мировых рынках<sup>1</sup>.

Обследование многих крупных российских предприятий доказывает потребность в кадрах, владеющих знаниями и опытом экономического анализа. В настоящее время в общероссийском классификаторе специальностей отсутствует специальность аналитика. Востребованные сегодня кадры на предприятиях и орга-

---

<sup>1</sup> Роль инноваций в развитии бизнеса // Проблемы теории и практики управления. – 2006. – № 4.

низациях в лучшем случае имеют специальность финансового менеджера, экономиста по специальности «Финансы и кредит» или «Бухгалтерский учет, анализ и аудит». Может быть, назрела потребность в создании новой экономической специальности аналитика, поскольку востребованная нашей экономикой специальность стоит на стыке различных областей знаний: современных информационных технологий в сфере экономики, менеджмента, учета и экономического анализа<sup>1</sup>.

Сегодня подвергаются пересмотру многие ранее устоявшиеся концептуальные подходы к исследованию проблем статистического, финансового, управленческого и инвестиционного анализа деятельности хозяйствующих субъектов. И несомненно, процесс реформирования, происходящий в этих специальных смежных областях экономических знаний, будет продолжаться. Многие проблемы теории и практики российской экономики еще не получили должного развития. Сегодня одно из наиболее востребованных направлений оценочной деятельности в России связано с оказанием консультационных услуг в области разработки инструментов, позволяющих не только измерять, но и управлять изменением стоимости компании. Рыночная экономика требует активизации исследований методологических и организационных проблем оценки бизнеса для различных целей, в том числе нерешенных вопросов экономического анализа для целей оценки бизнеса и управления инвестициями.

Данная книга подготовлена на основе лекций мастер-класса, читаемых на курсах повышения квалификации, и является попыткой систематизации и обобщения теоретических положений и практических наработок в области экономического анализа для целей оценки бизнеса и управления инвестиционным развитием компаний. Многие поставленные проблемы и предложения автора являются дискуссионными.

---

<sup>1</sup> Казакова Н.А. Предпосылки становления новой экономической специальности // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – № 7.

# Тема 1

## Концептуальные подходы в экономическом анализе оценки бизнеса

### 1.1 Современная концепция создания инвестиционно-привлекательного бизнеса

В условиях переходной экономики и экономических реформ в России возрастает значимость инвестиций для подъема экономического и прежде всего производственного потенциала России и ее регионов. Современный этап инвестиционного развития характеризуется расширением сферы применения показателей оценки бизнеса. Если на начальных этапах социально-экономического реформирования России оценка собственности проводилась главным образом для удовлетворения требований кредитно-финансовых институтов, государственных органов власти и других внешних субъектов рынка, а затем — для переоценки стоимости активов в целях оптимизации налогообложения, то сегодня одно из наиболее востребованных направлений оценочной деятельности в России связано с оказанием консультационных услуг в области разработки инструментов, позволяющих не только измерять, но и управлять изменением стоимости компании.

Традиционные методы финансового анализа основаны на расчетах финансовых коэффициентов и только на данных финансовой отчетности предприятия. Однако наряду с внутренней информацией в процессе оценки стоимости предприятия необходимо анализировать данные, характеризующие условия работы предприятия в регионе, отрасли, экономике в целом. Результаты оценки бизнеса, получаемые на основе анализа, необходимы не только для проведения переговоров о купле-продаже — они

играют существенную роль при выборе стратегии развития: в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы предприятия, степень его устойчивости и ценность имиджа, для принятия обоснованных решений необходима корректировка данных финансовой отчетности с учетом инфляции, для обоснования инвестиционных вложений требуются сведения о стоимости всего предприятия или отдельных видов активов.

Когда речь идет о купле-продаже, термины «бизнес» и «предприятие» фактически совпадают, хотя в действующем российском законодательстве отсутствует трактовка понятия «бизнес». Под бизнесом понимается предпринимательская деятельность, использующая определенные виды ресурсов, располагающая активами и обеспечивающая стабильный денежный оборот. Предприятие согласно Гражданскому кодексу РФ представляет собой производственно-экономический и имущественный комплекс, предназначенный для осуществления предпринимательской деятельности.

Для повышения качества управления в российской практике обычно используется анализ отдельных структурных подразделений, процессов, направлений деятельности, в то время как мировая практика доказывает необходимость исследования всей структуры предприятия в целом, с учетом всех внешних факторов и внутренних используемых экономических ресурсов (производственных, трудовых, природных, финансовых), видов продукции (работ, услуг), методов их производства и продажи – на основе оценки стоимости предприятия (бизнеса). Управление стоимостью предприятия сводится к обеспечению роста стоимости фирмы и ее акций.

Для обеспечения роста стоимости бизнеса его функционирование должно базироваться на оптимальном сочетании объема продаж, получаемой прибыли и финансовых ресурсов, что в значительной степени определяется макроэкономическими и отраслевыми факторами, т.е. внешними условиями деятельности предприятия. Результативность отдельных факторов, меняющих стоимость бизнеса, может быть оценена с помощью метода дисконтирования денежных потоков. К основным факторам, способным повлиять на стоимость, относятся:

- объемы реализации продукции, работ или оказанных услуг;
- сроки получения доходов, отраженные в договорах и контрактах и их фактическое соблюдение;

структура затрат;

доля постоянных затрат в себестоимости продукции, работ или оказанных услуг;

величина собственных средств в обороте;

величина, состояние и качество основных производственных фондов;

стоимость заемного капитала;

оптимальность структуры используемого капитала в функционировании организации в соответствии с ее спецификой;

качество управления организацией.

Воздействие на те или иные факторы в целях управления стоимостью осуществляется в соответствии со стратегией развития организации в области производства, финансов, маркетинга, кадровой, инвестиционной, дивидендной политики. Предприятие как организационно-управленческая структура, позволяет достичь определенных целей, которые носят как экономический характер, так и могут быть направлены на самореализацию личности предпринимателей, руководителей и наемного персонала. В условиях конкуренции эффективное функционирование достигается при стремлении к максимизации дисконтированного денежного потока, выражающего ценность капитала. Поэтому важнейшим методом оценки предприятия, как действующего и развивающегося бизнеса, считается доходный подход, базирующийся на преобразовании в текущую стоимость ожидаемых денежных потоков за вычетом обязательств, связанных с их получением. В основе формирования стоимости корпоративной структуры лежит увеличение ценности собственного капитала, т.е. за анализируемый период чистый дисконтированный доход (чистая текущая стоимость денежных потоков) должен быть больше нуля:

$$\text{ЧДД} = \sum_{Q=1}^Q \sum_{P=1}^P \sum_{J=0}^J \text{ЧДД}_{qpj} > 0 \text{ и } \rightarrow \max,$$

где ЧДД – чистый дисконтированный доход в течение прогнозного периода проекта  $q$  с видом финансирования  $p$ , реализация которого начинается в году  $j$ . Определяется как разница между всеми притоками денежных средств, дисконтированными по ставке, установленной в каждом году прогнозного периода, и первоначальными инвестициями.

Для управления стоимостью предприятия используются приемы маркетинга, финансового менеджмента, оперативного управления, управления инновационными проектами. Применение технологии оценки бизнеса позволяет оценить текущую и будущую стоимость предприятия как с учетом внедрения инновационного инструментария, так и без него.

Концепция управления стоимостью предполагает, что менеджеры предприятия нацелены на действия и управленческие решения, которые увеличивают не столько текущие, планируемые на ближайший период доходы, сколько создают фундамент для получения гораздо больших, четко не прогнозируемых в более отдаленном будущем, прибылей, что способно резко повысить текущую стоимость компании уже сегодня<sup>1</sup>. Потенциальных инвесторов больше интересует будущая доходность предприятия.

Процесс разработки стратегии по увеличению стоимости предприятия представляет собой последовательные этапы от расчета текущей стоимости предприятия как действующего без особых изменений, до изучения его возможностей, сильных и слабых сторон и выбора из альтернативных вариантов наиболее эффективного<sup>2</sup>.

Этапы разработки стратегии по достижению цели роста стоимости компании включают:

анализ предприятия без учета изменений;

выявление факторов, влияющих на стоимость бизнеса;

разработку стратегии роста стоимости бизнеса на основе учета внутренних факторов (комплексный анализ хозяйственной деятельности и поиск внутренних резервов повышения эффективности использования экономического потенциала и улучшения финансовых показателей работы предприятия, и далее определение потенциальной стоимости бизнеса с учетом использования имеющегося потенциала);

---

<sup>1</sup> Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.

<sup>2</sup> Шербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – М.: ОМЕГА-Л, 2006.

разработку направлений организационной и финансовой реструктуризации;

определение вариантов потенциальной стоимости бизнеса с учетом всех факторов, в том числе макроэкономических и отраслевых;

разработку оптимальной стратегии управления стоимостью компании.

Направления реализации стратегии управления стоимостью крупной корпоративной компании – это, прежде всего:

разработка новой действенной структуры управления компанией;

развитие наиболее важных, перспективных направлений деятельности;

разработка и внедрение системы стимулирования персонала;

повышение корпоративной культуры;

совершенствование кадровой политики;

стимулирование постоянного повышения уровня квалификации и образования персонала;

постоянный мониторинг и анализ изменений во внутренней ситуации в компании и макроэкономических и отраслевых показателях.

Концепция управления стоимостью предприятия на базе технологии оценки бизнеса предполагает следующий циклический процесс, продолжительность которого характеризуется сферой функционирования (сектором рынка) и размерами бизнеса:

1. Оценка текущего состояния предприятия и внешней среды.

Если акции компании не котируются на фондовом рынке, то определить рыночную стоимость маловероятно, поэтому рассчитывается внутренняя стоимость предприятия по данным внутреннего финансового и управленческого учета, в основном с применением экстраполяционных методов. Обязательное условие – сохранение существующих тенденций деятельности предприятия без учета временных изменений, связанных с реализацией каких-либо инновационных проектов.

2. Сравнение текущего состояния предприятия с эталонным с использованием показателей-критериев и его корректировка при необходимости.

3. Разработка плана мероприятий и его реализация.

## 1.2

### **Развитие нормативной базы анализа и оценки бизнеса**

За последние 10 лет в нашей стране оценочная деятельность сформировалась в самостоятельное направление профессиональной деятельности, которое основывается на стандартах профессиональной практики в условиях развивающегося законодательства регулирования оценочной деятельности.

Практика оценки существовала в России еще до 1917 г., однако как самостоятельное направление она сформировалась в 1930-е гг. в США. Оценкой занимаются профессиональные оценщики, владеющие специальными знаниями и практическими навыками.

Сегодня наша страна находится на стадии становления системы подготовки кадров, организации деятельности, выработки стандартов и этических норм поведения оценщиков. Причем этот процесс идет быстро, так как базируется на мировом опыте и высоком базовом уровне подготовки людей, уже занимающихся оценкой как профессиональной деятельностью. С 1996 г. утверждена квалификационная характеристика по специальности «оценщик (эксперт по оценке имущества)», сформулированы общие требования к объему знаний. Оценщик бизнеса должен знать:

1) нормативные правовые акты в сфере оценочной деятельности и бизнеса (законы, приказы, постановления, правила и нормы охраны труда, техники безопасности, производственной санитарии, противопожарной безопасности и т.д.);

2) экономическое окружение бизнеса (цены, ставки арендной платы, действующую систему налогообложения, порядок формирования лизинговых платежей);

3) экономику предприятия (основы организации, технологии, производства промышленной, строительной, сельскохозяйственной и другой продукции);

4) финансовый менеджмент, финансовый и управленческий учет и отчетность предприятия;

5) методологию и методики экономического анализа;

6) подходы, методы и стандарты оценки.

В последние годы образовательные требования к оценщикам повышаются: в 2000 г. вышли государственные стандарты

профессиональной переподготовки оценщиков. Сегодня ведущими высшими учебными заведениями в области подготовки специалистов по оценочной деятельности считаются Институт профессиональной оценки при Финансовой академии при Правительстве РФ и Международная академия оценки консалтинга, Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов, Высшая экономическая школа – МИПК СПбГУЭФ, Институт недвижимости.

Российское общество оценщиков с 1994 г. является членом Европейской группы ассоциаций оценщиков (ТЕGOVA) и может использовать Европейские стандарты оценки для разработки собственных стандартов и общероссийских стандартов (ГОСТ-Р).

В 1998 г. был принят Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.98 № 135-ФЗ (с изменениями и дополнениями). Однако проблема разработки российских стандартов оценки связана со сложностью и трудоемкостью процедуры формирования и согласования стандартов оценки в нескольких ведомствах, занимающихся регулированием бухгалтерского учета, аудита, ипотечного кредитования, страхования, налогообложения и т.д. Существенным недостатком сегодняшней нормативной базы оценочной деятельности в России является ее ориентация на зарубежные разработки, которые в силу специфики российского бизнеса требуют серьезной адаптации<sup>1</sup>.

Оценщики в своей деятельности должны руководствоваться стандартами оценки – правилами, обязательными к применению всеми субъектами оценочной деятельности, разрабатываемыми и утверждаемыми в соответствии с законодательством.

В 2001 г. постановление Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» от 06.07.01 № 519 утвердило стандарты оценочной деятельности. В июле 2007 г. в России разработаны и утверждены федеральные стандарты оценки (приказы Минэкономразвития РФ «Об утверждении федеральных стандартов оценки» от 20.07.07 № 256-254); ФСО №1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки», №2 «Цель оценки и виды стоимости», №3 «Требования к отчету об оценке». ФСО разработаны с учетом международных стандартов оценки, дают общие понятия оценки, подходы к ней, требования к ее проведению и оформлению результатов; являются

---

<sup>1</sup> Экономика. Финансы. Менеджмент (вопросы теории, методологии, практики) / С.И. Алтухов и др. – Новосибирск: НГТУ, 2004.

обязательными к применению при осуществлении оценочной деятельности.

Методология расчетов определяется стандартами и правилами оценочной деятельности, установленными саморегулируемой организацией оценщиков, членом которой является оценщик, подготовивший отчет, предназначенный для заказчика оценки и иных заинтересованных лиц (пользователей отчета об оценке), содержащий подтвержденное на основе собранной информации и расчетов профессиональное суждение оценщика относительно стоимости объекта оценки.

Сегодня российские оценщики используют нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в РФ и право собственности, отдельные виды обязательств, а также имущественные отношения (табл. 1.1).

Таблица 1.1

**Нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в РФ**

Нормативно-правовые акты	Содержание
<p>Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.98 № 135-ФЗ (с изменениями и дополнениями)</p> <p>Законодательство, регулирующее право собственности, обязательства и имущественные отношения: ГК РФ, законы, регулирующие деятельность предприятий и организаций определенных организационно-правовых форм управления («Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.98 № 14-ФЗ, «Об акционерных обществах» от 26.12.96 № 208-ФЗ и др.)</p>	<p>Определяет объекты оценки, случаи обязательного проведения оценки, основные нормы и правила ведения оценочной деятельности. Устанавливает требования, предъявляемые к оценщику (наличие лицензии, неразглашение конфиденциальной информации, полученной от заказчика, независимость оценщика, наличие договора о страховании гражданской ответственности и др.)</p> <p>Служат базой для проведения экспертизы ресурсов и прав на них, предусматривает проведение независимой оценки при внесении вклада в имущество хозяйственного товарищества или общества, для определения рыночной стоимости имущества, стоимости акций при выкупе и т.п.</p>

Нормативно-правовые акты	Содержание
Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве) от 26.10.02 № 127-ФЗ (ред. от 01.12.07)	Указывает на необходимость привлечения для определения стоимости предприятия и его активов независимых оценщиков, устанавливает положения, условия и ограничения оценки собственности в ходе процедур банкротства и арбитражного процесса
Постановление Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» от 06.07.01 № 519	Содержит стандарты, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности в РФ, включает основные термины и определения (ГОСТ-Р51195.0.01-98 «Единая система оценки имущества. Основные положения», ГОСТ-Р51195.0.02-98 «Единая система оценки имущества. Термины и определения», СТО РОО 20-01-96 «Общие понятия и принципы оценки», СТО РОО 20-02-96 «Рыночная стоимость как база оценки», СТО РОО 20-03-96 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости»)
Постановление Минтруда и социального развития РФ «Об утверждении квалификационной характеристики по должности «Оценщик (эксперт по оценке имущества)» от 27.11.96 № 11	Утверждает квалификационную характеристику должности «оценщик», должностные обязанности, требования к его знаниям и квалификации
Постановление Минтруда и социального развития РФ «Об утверждении порядка пересчета тарифных ставок...» от 01.10.97 № 52	Утверждает квалификационную характеристику должности «оценщик интеллектуальной собственности», должностные обязанности, требования к его знаниям и квалификации по категориям
Нормативные акты по приватизации, аренде, залогу, ипотеке, доверительному управлению и пр.	Устанавливают порядок и условия проведения независимой оценки собственности в ходе соответствующей процедуры по приватизации, аренде, залогу, ипотеке, доверительному управлению и пр.

Нормативно-правовые акты	Содержание
Приказы Минэкономразвития России «Об утверждении федеральных стандартов оценки» ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки», ФСО № 2 «Цель оценки и виды стоимости», ФСО № 3 «Требования к отчету об оценке» от 20.07.07 № 256-254	ФСО разработаны с учетом международных стандартов оценки, определяют общие понятия оценки, подходы к оценке, требования к проведению оценки и оформлению ее результатов, и являются обязательными к применению при осуществлении оценочной деятельности. Методология расчетов определяется стандартами и правилами оценочной деятельности, установленными саморегулируемой организацией оценщиков, членом которой является оценщик, подготовивший отчет, предназначенный для заказчика оценки и иных заинтересованных лиц (пользователей отчета об оценке), содержащий подтвержденное на основе собранной информации и расчетов профессиональное суждение оценщика относительно стоимости объекта оценки

Объектом оценки считается любой объект собственности в совокупности с правами, которыми наделен его владелец (бизнес, компания, предприятие, фирма, банк, отдельные виды материальных и нематериальных активов).

Для изучения теории и практики анализа в целях оценки предприятия (бизнеса) рекомендован список литературы в конце учебного пособия.

### 1.3 Место экономического анализа в оценке инвестиционной привлекательности бизнеса

Процесс оценки бизнеса представляет собой определенную технологию, регламентированную в нормативных документах, регулирующих оценочную деятельность.

Экономический анализ в оценке бизнеса проводится в целях установления обоснованной цены бизнеса как товара. Поскольку вложения в бизнес осуществляются с целью получения отдачи от него в будущем, и обеспечения доходом собственника предприятия. Бизнес, являясь системой, может продаваться по частям, становясь основой формирования новой системы. Поэтому оценка бизнеса включает инвестиционный анализ.

Поскольку востребованность в том или ином бизнесе определяется совокупностью внутрифирменных показателей (финансовое состояние, обеспеченность экономическими ресурсами, сбалансированность денежных потоков и т.п.) и макроэкономических характеристик (экономическая, социально-политическая, институциональная стабильность, участие государственных институтов в регулировании сделок купли-продажи и оценке, монополизация и перспективы развития сферы деятельности и т.п.) для расчета обоснованной цены бизнеса требуется анализ всей возможной информации. Из рис. 1.1 можно сделать вывод, о том, что экономический анализ занимает одно из центральных мест в процессе оценки стоимости бизнеса.

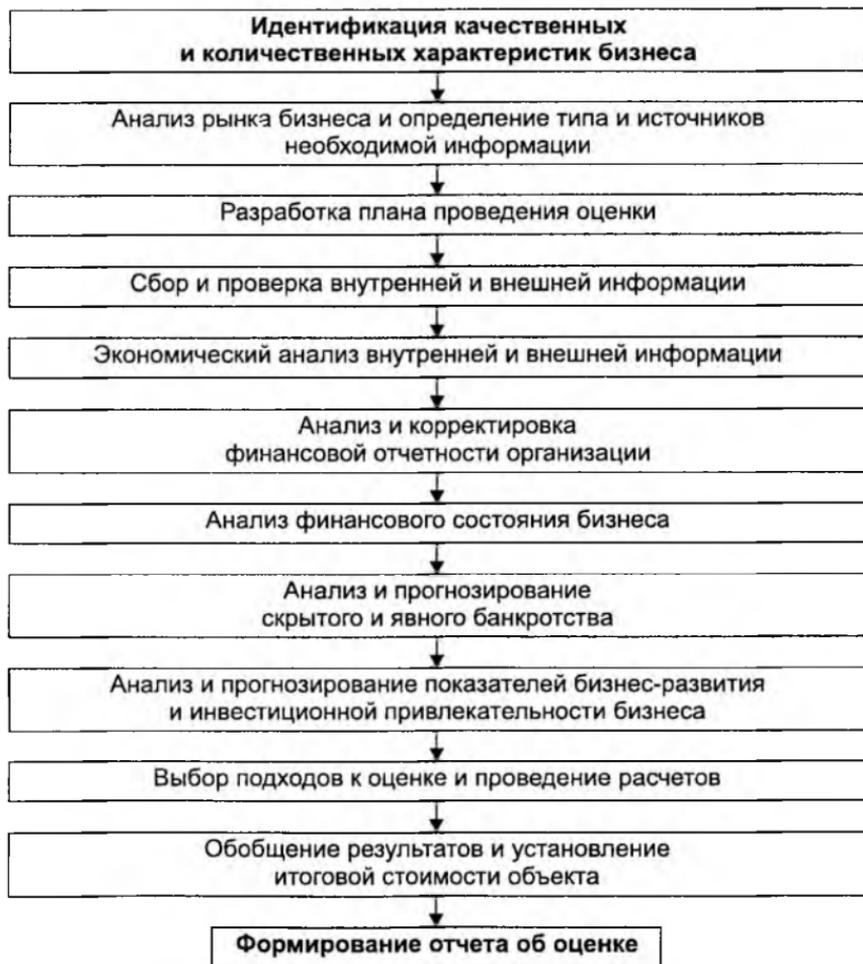
В процессе идентификации качественных и количественных характеристик бизнеса оценщик:

устанавливает связанные с объектом имущественные права и отношения собственности на основе соответствующих юридических документов, уточняется состав имущества, его местонахождение и особенности ведения бизнеса;

уточняются цели оценки (инвестирование, переоценка, продажа, кредит под залог имущества и т.п.), дата проведения, вид стоимости в зависимости от целей оценки;

устанавливаются факторы и обстоятельства, влияющие на оценку (подробнее см. п.1.4).

Анализ рынка бизнеса и определение типа и источников необходимой информации подразумевает предварительный осмотр объекта оценки, ознакомление с нормативно-законодательной и другой юридической информацией, которая оказывает воздействие на регулирование данного сегмента бизнеса; исследуются информационные потоки и источники, могущие содержать интересующие оценщика сведения (базы данных, информационно-аналитические обзоры, данные информационных агентств, официальные документы органов управления).



**Рис. 1.1.** Место экономического анализа в процессе оценки бизнеса

При разработке плана проведения оценки осуществляется подбор персонала, оценивается вся необходимая внутренняя, официальная и коммерческая информация, составляется и рассчитывается договор.

Во время процедуры сбора и проверки внутренней и внешней информации оценщик проводит опрос или анкетирование владельцев, менеджеров, кредиторов, конкурентов и других

специалистов, представителей отраслевой ассоциации и местной администрации, способных предоставить полезную информацию о реальном состоянии оцениваемого бизнеса. Оценщик при сборе внутренней информации анализирует исторические и ретроспективные сведения о бизнесе, данные о тенденциях развития по данным прогнозов объемов продаж, денежных потоков и прибыли, учета факторов индивидуального риска, присущего анализируемому бизнесу.

Экономический анализ внешней информации осуществляется на основании изучения официальных периодических изданий, баз данных (или сборников) Росстата, Центрального Банка, Минфина России и ФНС России, а также баз данных специализированных консалтинговых компаний и справочных систем.

Финансовая отчетность организации анализируется и корректируется по предоставленным данным финансового и управленческого учета за три-пять лет в полном объеме. Корректировка за несколько лет заключается в приведении финансовой отчетности к сопоставимому виду с учетом изменений в учетной политике (правилах и принципах ведения бухгалтерского и управленческого учета на предприятии). Общие корректировки финансовой отчетности бизнеса позволяют приблизить к экономической реальности финансовую отчетность предприятия и, соответственно, потоки доходов. Корректировке также подвергаются показатели, имеющие прямое отношение к оценке. Корректировка преследует такие цели, как:

- устранение влияния инфляции на стоимость с использованием индексов соответствующих цен и ставок дисконтирования денежных потоков;

- приведение показателей поступлений и расходов к уровню, соответствующему основной деятельности, которую предполагается продолжать;

- представление сопоставимых данных по рассматриваемому бизнесу и аналогичным сферам;

- приведение в соответствие показателей финансовых отчетов в соответствие с рыночной стоимостью;

- внести поправки в стоимость активов и обязательств, не связанных с основной деятельностью, и соответствующих поступлений и расходов;

внести поправки с учетом поступлений и расходов по основной деятельности.

Анализ финансового состояния бизнеса и прогнозирование скрытого и явного банкротства проводятся по известным методикам для формирования поправочного коэффициента к стоимости бизнеса.

Анализ и прогнозирование показателей бизнес-развития необходимы в целях инвестирования и продажи предприятия как действующего хозяйственного комплекса.

Выбор подходов к оценке определяется главным образом целями оценки и наличием информационной базы. Существует три традиционных подхода к оценке бизнеса: сравнительный, затратный и доходный. Каждый из них подчеркивает определенные характеристики объекта и подразумевает использование своих методов и условий. Отказ от какого-либо метода обязательно обосновывается. Как правило, один из подходов считается базовым, два других необходимы для корректировки и формирования более обоснованной итоговой стоимости объекта.

Формирование отчета об оценке – завершающий этап процесса оценки; отчет содержит подтвержденное исходя из собранной информации и расчетов профессиональное суждение оценщика относительно стоимости объекта оценки.

## **1.4 Анализ факторов, влияющих на оценку бизнеса**

При определении стоимости бизнеса оценщик анализирует влияющие на нее различные макро- и микроэкономические факторы. Макроэкономические факторы характеризуются инвестиционным климатом в стране (наличием инвестиционного потенциала и систематических рисков) и не могут быть устранены посредством диверсификации бизнеса.

Стоимость бизнеса, функционирующего в условиях высокого риска, ниже, чем стоимость аналогичного предприятия, работающего с меньшим риском. Однако более рискованные проекты могут обеспечить и более высокий доход на вложенный капитал. К факторам риска стоимости бизнеса относятся:

характеристика дохода и риски, связанные с ним;

наличие спроса и перспективы в данной конкретной сфере и соответственно ликвидность бизнеса;

наличие индивидуальных преимуществ бизнеса (нематериальных активов, в том числе положительной деловой репутации);

ограничения на ведение бизнеса;

финансовое состояние бизнеса;

показатели бизнес-развития (диверсифицированность деятельности; наличие сертификатов качества, ГОСТов и т.п.; технология и затраты; качество производственных фондов; ценовая политика, качество управления, человеческий потенциал);

инвестиционная привлекательность бизнеса;

затраты на создание аналогичного предприятия;

наличие конкуренции в данной сфере, в регионе;

контроль управления организации со стороны третьих лиц.

Инвестирование и возврат капитала могут быть отделены значительным промежутком времени. Поэтому на стоимость бизнеса существенно влияет информация о том, как быстро и как много дохода от предприятия будет получать собственник с учетом риска.

Если инвестор анализирует поток дохода, то максимальная цена определяется посредством изучения других потоков доходов с аналогичным уровнем риска и качества. При этом замещающий объект не обязательно является точной копией, но должен быть похож на оцениваемый объект, и собственник рассматривает его как желаемый заменитель. Собственник получает доход от операционной деятельности и продажи объекта, поэтому на рынке выше будет стоимость тех активов, которые быстро обращаются в наличные денежные средства с минимальным риском потери части собственности. Отсюда следует вывод: стоимость закрытых акционерных обществ (ЗАО) должна быть ниже стоимости аналогичных ОАО.

Ограниченный бизнес (цены, регулируемые государством, экологические требования к производству и оборудованию и т.п.) будет иметь меньшую стоимость, чем не ограниченный.

Учет перспектив развития важен при оценке с той позиции, что неплатежеспособные предприятия, но имеющие большие перспективы развития при определенных условиях, могут стоить гораздо дешевле аналогичных активов финансово устойчивого предприятия по данным его финансовой отчетности.

Уровень конкуренции в сфере функционирования бизнеса оказывает существенное влияние на стоимость предприятия, так как отсутствие конкуренции (монопольное положение на рынке) обеспечивает получение сверхприбылей без особых усилий. В то же время наличие большого количества конкурентов на данном рынке требует больших затрат на маркетинг, увеличивает фактор риска и соответственно снижает текущую стоимость будущих доходов.

Анализ таких внутренних факторов ведения бизнеса, как диверсифицированность деятельности, ценовая политика, качество продукции, работ или услуг, влияя на уровень риска, изменяют стоимость бизнеса. Качество производственных фондов (организационно-технический уровень, научный потенциал, состояние и изношенность основных средств) влияет на весовую долю затратного подхода в оценке бизнеса. Финансовое состояние, являясь основой для прогнозирования будущих доходов, существенно влияет на взаимоотношения с бизнес-партнерами, определяет стоимость бизнеса в перспективе, а также кадровый потенциал, наличие положительной деловой репутации организации. Степень зависимости бизнеса от контроля со стороны третьих лиц в среднем на 20–35% влияет на итоговую стоимость пакета акций.

Таким образом, анализ факторов, влияющих на оценку бизнеса, считается важнейшим этапом в процессе формирования его обоснованной цены.

## **1.5 Информационная база экономического анализа для оценки бизнеса**

Информационное обеспечение служит фундаментом экономического анализа и основой процесса оценки бизнеса (рис. 1.2). Без предварительного анализа объемов информации, источников ее получения и затрат (финансовых, трудовых) невозможно правильно составить график проведения оценки, сформировать методику проведения работ и бюджет проекта. Необходимую для процесса оценки информацию можно обобщить в

несколько классификаций в зависимости от установленного критерия.

По *источникам поступления*: внешняя, полученная на рынке и внутренняя, полученная в оцениваемой компании.

По *типу*: учетно-финансовая, нормативно-плановая, юридическая, официальная, техническая, коммерческая.

По *масштабам*: макроэкономическая, отраслевая, об отдельном предприятии и его подразделениях.

Кроме того, всю информацию, которая служит для оценки бизнеса, можно классифицировать по четырем группам.

1. Источники финансовых выгод от бизнеса (прибыль или денежные поступления, продажа или залог активов, продажа бизнеса).

2. Финансовые показатели бизнеса в динамике за ретроспективный период и на определенную перспективу 1–3 года (прибыль или денежный поток (в капиталоемких сферах и при высокой инфляции), дивиденды, активы, выручка).

3. Нефинансовые показатели бизнеса (доля сделки в общем объеме бизнеса, организационно-правовая форма бизнеса и его уставные положения, что связано напрямую с ликвидностью акций).

4. Внешняя, связанная с внешними факторами макроэкономического риска.

Основными источниками или информационной базой экономического анализа на предприятии служат данные финансового учета. В экономическом анализе, в управлении, во внешних отношениях предприятия бухгалтерская финансовая отчетность рассматривается как информация, содержащая систему показателей, характеризующих результаты хозяйственной деятельности и финансовое состояние предприятия. Одно из главных достоинств бухгалтерской отчетности — ее аналитические возможности. В условиях рыночной экономики бухгалтерская отчетность хозяйствующих субъектов в совокупности со статистической и текущей информацией финансового характера, публикуемой соответствующими агентствами в виде аналитических обзоров о состоянии рынка капитала, позволяет получить первое и достаточно объективное представление о состоянии и тенденциях изменения экономического потенциала возможного объекта оценки.

Документы, регулирующие порядок составления и представления бухгалтерской отчетности:

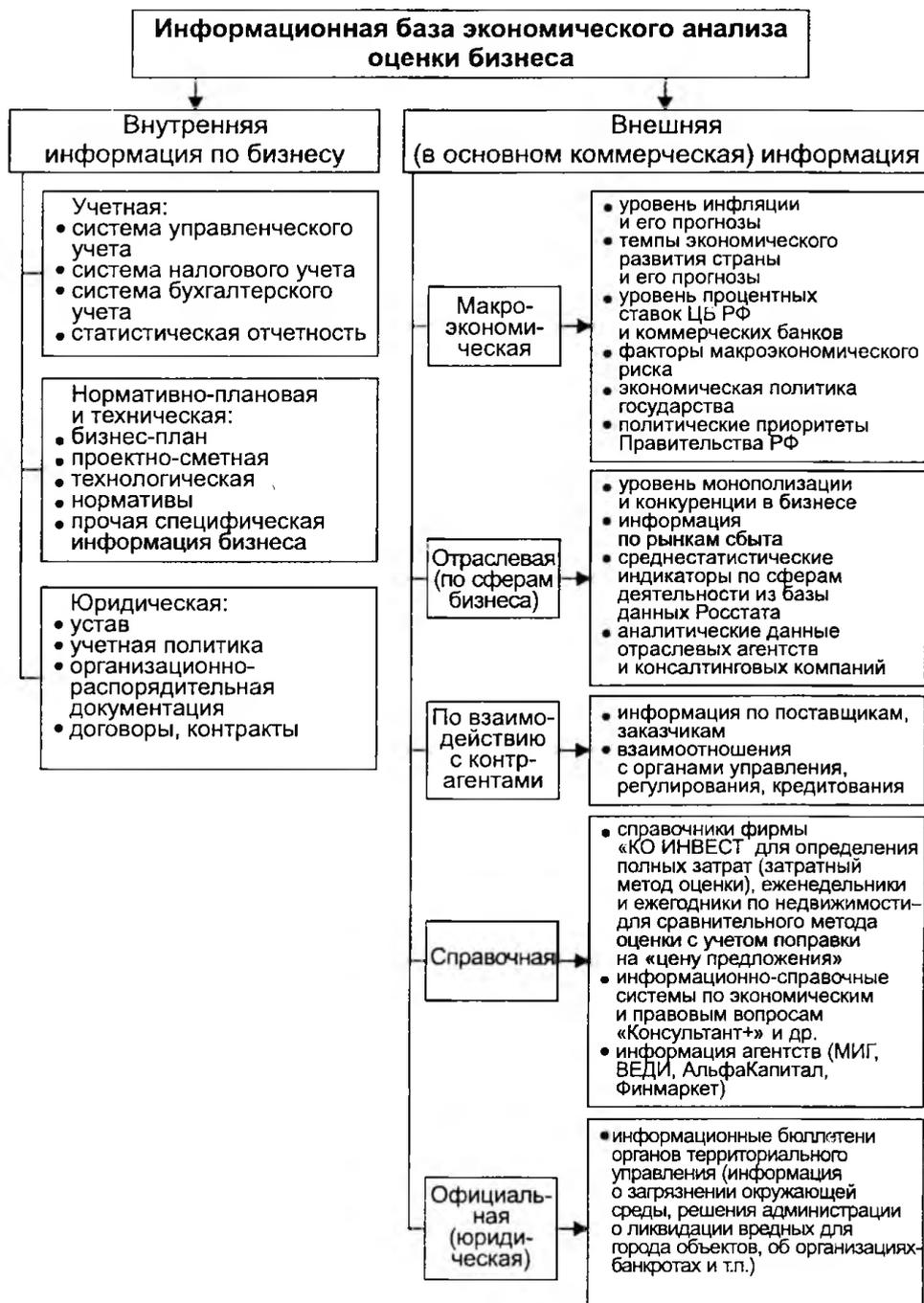


Рис. 1.2. Информационное обеспечение анализа для оценки бизнеса

- Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 21.10.96 № 129-ФЗ;
- Положение по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации, утвержденное приказом Минфина России от 29.07.98 № 34н;
- Положение по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99), утвержденное приказом Минфина России от 06.07.99 № 43н;
- Приказ Минфина России «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22.07.03 № 67н;
- Указания об объеме форм бухгалтерской отчетности. Утверждены приказом Минфина России «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22.07.03 № 67н (с изменениями, внесенными приказом Минфина России от 18.09.06 №115н);
- коды показателей годовой бухгалтерской отчетности организаций, данные по которым подлежат обработке в органах государственной статистики, утвержденные приказом Госкомстата России и Минфина России от 14.11.03 № 475/102н.

При этом организациям предоставлено право самостоятельно разрабатывать формы бухгалтерской отчетности на основе образцов форм, приведенных в приложении к приказу от 22.07.03 № 67н, а также определять состав показателей отчетности с учетом уровня существенности этих показателей. Но в любом случае все показатели, находящиеся в конкретных строках форм отчетности, которые предстоит анализировать оценщику, формируются исходя из оборотов и остатков бухгалтерских счетов Главной книги на конец отчетного периода.

В настоящее время стандартная бухгалтерская отчетность российских организаций состоит из следующих отчетных форм:

- 1) бухгалтерского баланса (ф. № 1);
- 2) отчета о прибылях и убытках (ф. № 2);
- 3) отчета об изменении капитала (ф. № 3);
- 4) отчета о движении денежных средств (ф. № 4);
- 5) приложения к бухгалтерскому балансу (ф. № 5);
- 6) отчета о целевом использовании средств (ф. № 6);
- 7) пояснительной записки;
- 8) аудиторского заключения, подтверждающего достоверность бухгалтерской отчетности организации, если она в соответствии с федеральными законами подлежит обязательному аудиту.

Перечень организаций, подлежащих обязательному аудиту, закреплен в ст. 7 Федерального закона «Об аудиторской деятельности» от 07.08.01 № 119-ФЗ, например организаций, выручка которых по итогам года превышает 50 тыс. МРОТ или сумма активов баланса на 31 декабря превышает 20 тыс. МРОТ.

Существуют три варианта формирования отчетности:

- 1) упрощенный — для субъектов малого предпринимательства;
- 2) стандартный — для средних и крупных организаций;
- 3) множественный — для крупнейших, осуществляющих несколько видов деятельности организаций.

Имеют право не сдавать (и, как правило, не сдают и не составляют) ф. № 3, 4, 5:

малые предприятия, не обязанные проводить аудиторскую проверку. Помимо этого они не представляют пояснительную записку, а при заполнении ф. № 1 и 2 могут отражать данные только по группам статей без дополнительной расшифровки;

малые предприятия, обязанные проводить аудиторскую проверку, если у них отсутствуют данные, подлежащие отражению в указанных формах;

некоммерческие организации. Помимо ф. № 1 и 2 им рекомендовано заполнить Отчет о целевом использовании полученных средств (ф. № 6);

общественные организации, не осуществляющие предпринимательской деятельности и не имеющие оборотов по продаже товаров (работ, услуг), кроме выбывшего имущества. Они также не должны сдавать пояснительную записку.

Наиболее информативной формой для анализа и оценки финансового состояния предприятия служит бухгалтерский баланс (ф. № 1). Отчет о прибылях и убытках (ф. № 2) является важнейшим источником информации для анализа результатов деятельности предприятия, экономической и финансовой эффективности (рентабельности). Остальные формы отчетности дополняют и детализируют бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках, помогают построить более точные прогнозы на будущие периоды.

Перед началом проведения финансового анализа оценщику также необходимо ознакомиться с приказом об учетной политике, который утверждается на любом предприятии до начала финансового года (Положение по бухгалтерскому учету «Учет-

ная политика организации» ПБУ 1/98, утверждено приказом Министерства финансов РФ от 09.12.98 № 60н). Именно в учетной политике организация отражает способы ведения бухгалтерского и налогового учета, существенно влияющие на оценку и принятие решений заинтересованными пользователями бухгалтерской отчетности. В частности, в учетной политике раскрываются:

- способы амортизации основных средств;
- способы амортизации нематериальных и иных активов;
- способы оценки производственных запасов, товаров, незавершенного производства и готовой продукции при поступлении и выбытии;
- способы признания прибыли от продажи продукции, товаров, работ, услуг;
- политика в целях налогообложения;
- организационно-технические аспекты ведения учета.

В том случае, если организация представляет полный комплект отчетности, то оценщику необходимо проанализировать данные отчета об изменениях капитала (ф. №3) и отчета о движении денежных средств (ф. №4), которые характеризуют изменения в финансовом положении организации в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

Пояснительная записка, как правило, состоит из нескольких разделов. Примерная структура записки следующая.

1. Сведения об организации.
2. Аналитические показатели, характеризующие деятельность организации.
3. Расшифровка показателей бухгалтерской отчетности.
4. Изменения учетной политики на следующий год.
5. Решения по итогам рассмотрения годовой бухгалтерской отчетности и распределения чистой прибыли.

Наибольший интерес представляет для оценщика раздел «Аналитические показатели», в котором (по итогам финансового года) приводятся:

- анализ факторов, повлиявших на формирование финансового результата организации в отчетном году, например, рост покупательского спроса, улучшение качества продукции и т. д.;
- расчет качественных изменений в имущественном и финансовом положении (показатель рентабельности, доли собственных оборотных средств);

финансовое состояние организации на краткосрочную перспективу (текущая ликвидность, обеспеченность собственными средствами, способность восстановления (утраты) платежеспособности);

финансовое состояние на долгосрочную перспективу (характеристика структуры источников средств, степень зависимости организации от внешних инвесторов и кредиторов, динамика инвестиций);

деловая активность организации (широта рынков сбыта продукции и т.д.).

Кроме того, для проведения экономического анализа могут использоваться отчетные данные статистической отчетности. Перечень форм статистической отчетности представлен в табл. 1.2.

Таблица 1.2

**Перечень форм государственного статистического наблюдения, представляемых крупными и средними организациями в органы государственной статистики**

Наименование форм статистической отчетности	Сроки представления
Основные сведения о деятельности организации (ф. 1-предприятие (годовая))	01.04
Сведения о наличии и движении основных фондов (средств) и других нефинансовых активов (ф. П1-годовая)	01.04
Сведения о финансовом состоянии организации (ф. П-3, месячная, квартальная)	Не позднее 28 числа после отчетного периода
Сведения о затратах на производство и реализацию продукции (работ, услуг) (ф. 5-3, квартальная)	I квартал, второе полугодие, 9 мес. – 30-го числа после отчетного периода, за год – 1 апреля
Сведения о состоянии расчетов за отгруженную продукцию, выполненные работы (услуги) (ф. № 1-РП, месячная)	Не позднее 23 числа после отчетного периода годовой: не позднее 30-го числа после отчетного периода
Сведения об объеме платных услуг населению (ф. 1-услуги, годовая)	01.03
Сведения об инвестициях (ф. П-2, квартальная)	Не позднее 25 числа после отчетного периода
Сведения об инвестиционной деятельности.	01.04
Приложение к ф. № П-2 (годовая)	

Наименование форм статистической отчетности	Сроки представления
Сведения о численности, заработной плате и движении работников (ф. П-4, месячная)	Не позднее 15-го числа после отчетного периода

Однако для экономического анализа одной отчетности организации недостаточно. Обязательными признаются плановые и нормативные показатели работы предприятия и управленческая отчетность. К дополнительным источникам информации относятся:

- законодательные документы (законы, кодексы, указы президента);
- техническая и технологическая документация;
- хозяйственно-правовые документы организации (устав, учетная политика);
- публикации в средствах массовой информации;
- информация в базах данных Росстата, Минфина России, ФНС России;
- публикации в сборниках и информационно-аналитических бюллетенях Росстата и Минэкономразвития России;
- специально собранные данные маркетинговых исследований (опросы, анкетирование).

Официальная отчетность как информационная основа для анализа и принятия решений на большинстве российских предприятий, к сожалению, характеризуется такими негативными чертами, как неполнота и неточность информации о состоянии дел, ориентирована только на текущие результаты деятельности компании. Неполнота информации заключается в отсутствии в отчетности важных нефинансовых показателей, отражающих стратегию развития компании: уровень удовлетворенности клиентов, ключевые компетенции, соответствие уровня эффективности деятельности требованиям собственников капитала. Неточность официальной отчетности обусловлена различными факторами, наиболее значимым из которых является отклонение балансовой и рыночной стоимости активов.

## **1.6 Международные стандарты финансовой отчетности, используемой в анализе**

Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) рекомендуют три основных этапа в ходе анализа.

Первый этап – определение конкретной цели анализа и выбор подхода (метода) к ее реализации.

1. Сравнение данных организации с нормативными средними данными по мировой рыночной экономике, например, средняя норма прибыли или рентабельности (по конкретной отрасли); показателями своего бизнес-плана.

2. Сравнение данных организации во времени, что говорит о развитии ее динамики, позволяет спрогнозировать будущий потенциал, что важно для оценки стоимости.

3. Сравнение данных организации с данными фирм-конкурентов, оценка ее конкурентоспособности.

Второй этап – оценка качества информации, используемой для анализа.

1. Проверка отчетности с точки зрения правильности ее оформления: наличия соответствующих подписей, сроков представления, размерности единиц измерения, правильности арифметических подсчетов валюты баланса и промежуточных итогов:

бухгалтерская отчетность должна содержать сопоставимые данные с показателями за соответствующий период прошлого года (периода отчетности) исходя из изменений учетной политики, законодательных и иных нормативных документов. В целях сопоставимости номенклатура статей бухгалтерского баланса за предыдущий отчетный период должна быть приведена в соответствие с номенклатурой и группировкой разделов и статей, установленных для текущего отчетного периода,

отчетность подписывается руководителем и главным бухгалтером организации (или специалистом специализированной организации, ведущим бухгалтерский учет на предприятии на договорных началах),

формы бухгалтерской отчетности и инструкции о порядке их заполнения утверждаются Минфином России,

отчетность составляется в тысячах рублей, для крупных организаций разрешается в миллионах рублей,

информация должна основываться на данных синтетического и аналитического учета,

данные вступительного баланса должны соответствовать данным утвержденного заключительного баланса за период, предшествующий отчетному,

статьи бухгалтерской отчетности, составленной за отчетный год, должны подтверждаться результатами инвентаризации имущества и финансовыми результатами.

2. Проверка правильности увязки отдельных показателей, отраженных в различных формах годовой отчетности.

Третий этап – определение методов (приемов) анализа и проведение самого анализа с обобщением полученных результатов.

1. Чтение отчетности и анализ абсолютных показателей.

2. Горизонтальный анализ, т.е. рассмотрение показателей в динамике за несколько лет или хотя бы на начало и конец отчетного периода.

3. Вертикальный или структурный анализ. Итог баланса принимается за 100% и определяется удельный вес основных групп актива или пассива.

4. Трендовый анализ – сравнение каждой позиции отчетности с рядом предшествующих периодов и определение тренда, т.е. основной тенденции динамики показателя, очищенной от случайных влияний и индивидуальных особенностей отдельных периодов. С помощью тренда формируются возможные значения показателей в будущем, а следовательно, ведется перспективный (прогнозный) анализ, который имеет особое значение для корректировки финансовой стратегии предприятия. Этот вид анализа базируется на горизонтальном анализе.

5. Сравнительный (пространственный) анализ – внутрихозяйственное сравнение по отдельным показателям фирмы, дочерних фирм, подразделений, цехов и межхозяйственное сравнение показателей данной фирмы с показателями конкурентов, со среднеотраслевыми и средними общеэкономическими данными.

6. Анализ финансовых коэффициентов, т.е. расчет относительных показателей по данным отчетности (коэффициента

рентабельности, рыночной устойчивости, ликвидности и платежеспособности), которые в целом характеризуют финансовое состояние предприятия.

7. Факторный анализ – анализ влияния отдельных факторов (причин) на результативный показатель. С помощью приемов факторного анализа удастся установить, какой из факторов оказывает решающее влияние на изучаемый показатель.

Перечисленные основные приемы анализа финансовой отчетности конкретизируются в огромном арсенале методов, которые разработаны в разных науках (экономическом анализе, статистике, математическом моделировании, теории самоорганизации и других) и широко применяются для решения разнообразных задач управления.

## **1.7**

### **Общая схема анализа для оценки инвестиционной привлекательности бизнеса**

В задачи экономико-статистического анализа для установления реальной рыночной стоимости предприятия как перспективного хозяйствующего субъекта, способного приносить прибыль в будущем, входят:

оценка финансового состояния предприятия (в зависимости от целей анализа может быть предварительной, представляющей собой экспресс-оценку, базирующуюся на небольшом количестве выборочных преимущественно относительных показателей или развернутой, комплексной, оценивающей качество финансового состояния, а также причины его изменения и потенциальные резервы);

анализ и прогнозирование скрытого или явного банкротства;

анализ показателей бизнес-развития: обоснование прогнозов будущей прибыли, расчет потенциальных резервов предприятия с целью установления реальных возможностей более эффективного его использования как действующего экономического субъекта.

На рис. 1.3 приведена схема анализа для оценки инвестиционной привлекательностью бизнеса, включая этап создания и подготовки информационной базы.



Рис. 1.3. Схема анализа для оценки инвестиционной привлекательности бизнеса

### ***Контрольные вопросы***

1. В чем состоит современная концепция управления стоимостью компании?

2. Каковы основные документы нормативно-правового регулирования оценочной деятельности?
3. Какие качественно-количественные индикаторы включает информационная база экономического анализа в оценке бизнеса?
4. Каковы основные требования международных стандартов к анализу финансовой отчетности организации?
5. В чем состоят этапы оценки бизнеса, основанные на результатах экономического анализа?
6. Каковы основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса и его инвестиционную привлекательность?
7. Дайте характеристику и источники внутрифирменной информации для проведения оценки бизнеса.
8. Какие показатели определяют макроэкономическую составляющую оценки бизнеса?
9. В чем проявляется влияние отраслевой специфики бизнеса на его оценку?
10. Каковы источники справочной и юридической информации для анализа бизнеса?
11. Каковы основные задачи экономического анализа для установления реальной рыночной стоимости предприятия как перспективного хозяйствующего субъекта, способного приносить прибыль в будущем?

# Тема 2

## Формирование информационной базы анализа для оценки бизнеса

### 2.1

#### Подбор и обработка макроэкономической, региональной и отраслевой информации для анализа

На начальных этапах процесса проведения работ оценщик изучает и устанавливает качественные и количественные характеристики оцениваемого бизнеса, такие как:

имущественные права и отношения собственности, связанные с объектом оценки, на основе соответствующих юридических документов, состав имущества, его местонахождение и особенности ведения бизнеса;

цели оценки (инвестирование, переоценка, продажа, кредит под залог имущества и т.п.);

дату проведения, вид стоимости;

факторы и обстоятельства, влияющие на оценку.

Требования к используемой информации оценщик обязательно согласовывает с заказчиком на этапе заключения договора оценки, в котором также отражаются ограничения на объем, состав и сроки представления информационного обеспечения эксперту-оценщику. К источникам информации, используемым оценщиком, относятся:

статистическая и прогнозная информация о рынке, сфере деятельности, стране, регионе функционирования предприятия;

бухгалтерская информация из базы данных «БОО»<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Бухгалтерская отчетность организации – база данных регионального и федерального уровня, содержащая средние значения по регионам, Российской Федерации в целом, в разрезе видов экономической деятельности, форм институционального управления, собственности и типов предприятия.

Анализ рынка бизнеса и определение источников необходимой информации подразумевает предварительный осмотр объекта оценки, ознакомление с нормативно-законодательной и другой юридической информацией, которая оказывает воздействие на регулирование данного сегмента бизнеса; исследуются информационные потоки и источники, могущие содержать интересные для оценщика сведения (базы данных, информационно-аналитические обзоры, данные информационных агентств, официальные документы органов управления).

Полученная из баз данных информация (показатели статистической отчетности, характеризующие состояние подобного сегмента бизнеса в данном регионе) рекомендуется для проведения сравнительного анализа показателей, рассчитанных в результате экономического анализа внутренней учетной информации оцениваемого предприятия.

Используемая оценщиком информация должна соответствовать требованиям полноты и достоверности финансово-экономической, технико-экономической, юридической и управленческой информации за трех–пятилетний период функционирования предприятия; точного соответствия целям оценки; комплексного учета всех внешних факторов функционирования оцениваемого предприятия.

Необходимость анализа внешней информации определяется, *во-первых*, теми приемами, которые рекомендуют МСФО, а *во-вторых*, тем, что нормальное функционирование бизнеса (объем продаж) во многом определяются внешними условиями, окружающими бизнес. Это, прежде всего, макроэкономические и отраслевые показатели.

К макроэкономическим показателям относят информацию о стадии экономического цикла; экономической, политической и социальной стабильности (занятость, средняя заработная плата, прожиточный минимум, уровень безработицы, образование); ставках налогообложения, таможенных пошлинах, процентных ставках Центробанка России и коммерческих банков.

При подборе отраслевой информации эксперт-оценщик в дополнение к базовым информационным ресурсам может воспользоваться бизнес-планом организации, личными контактами с компаниями-представителями или дилерами анализируемого бизнеса и т.п. К сожалению, многие источники предоставляют информацию, имеющую разную коммерческую цен-

ность из-за степени достоверности. Поэтому при наличии противоречивой информации по аналогичным показателям рекомендуется либо ее не использовать совсем, либо, если без нее нельзя обойтись, то проводится средневзвешенная оценка с учетом достоверности источника.

## **2.2 Работа с внутренней информацией предприятия**

Внутренняя информация, используемая для оценки, представляет собой совокупность учетных, нормативных, плановых данных, сведений, содержащихся в юридической, технической и технологической документации.

Из бизнес-плана организации эксперт-оценщик может почерпнуть сведения:

- ретроспективные данные об истории компании;

- анализ маркетинговой стратегии (жизненный цикл продукции, работ, услуг, объемы продаж за несколько лет, динамика себестоимости, цен, прогнозы спроса, производственные мощности);

- характеристика поставщиков;

- структура и качественная оценка производственного и управленческого персонала (средняя заработная плата, ее сравнение со среднеотраслевым уровнем, ключевые менеджеры, оценка их образовательного и профессионального уровня);

- внутренняя финансовая информация за несколько лет и прогнозный финансовый план.

Эффективным источником информации для оценщика служит проведение опроса или анкетирования собственников, менеджеров высшего и среднего звена, аудиторов, кредиторов, конкурентов оцениваемого предприятия, представителей органов местного управления. Результатом подобного исследования может быть неопределимая информация:

- об истории предприятия, ассортименте продукции, квалификации производственного управленческого персонала, основных заказчиках, поставщиках, сторонних исполнителях, кредиторах;

- характеристика филиалов и дочерних компаний;

нелигитимная информация об оцениваемом предприятии (результаты аудиторских и налоговых проверок, излишние активы, непроизводительные затраты, результаты инвентаризаций, дивидендная политика, доходы, расходы и обязательства, не отраженные в финансовых документах (аренда, незавершенные судебные дела, не поставленные на бухгалтерский и налоговый учет активы));

перспективы развития организации на ближайшие три–пять лет (расширение ассортимента, рост объемов производства и продаж, расширение рынков сбыта, капитальные вложения, риски).

## **2.3**

### **Корректировка финансовой отчетности**

Анализ и корректировка финансовой отчетности организации проводится на основе предоставленных данных финансового и управленческого учета за три–пять лет в полном объеме. Корректировка финансовой отчетности организации за несколько лет заключается в приведении ее к сопоставимому виду с учетом изменений в учетной политике (правилах и принципах ведения бухгалтерского и управленческого учета на предприятии). Общие корректировки финансовой отчетности бизнеса позволяют приблизить к экономической реальности финансовую отчетность предприятия и, соответственно, потоки доходов. Корректировке подвергаются показатели, имеющие прямое отношение к оценке. Корректировка преследует такие цели, как:

устранение влияния инфляции на стоимость с использованием индексов соответствующих цен и ставок дисконтирования денежных потоков;

приведение показателей поступлений и расходов к уровню, соответствующему основной деятельности, которую предполагается продолжать;

представление сопоставимых данных по рассматриваемому бизнесу и аналогичным сферам;

приведение в соответствие показателей финансовых отчетов в соответствие с рыночной стоимостью;

внести поправки в стоимость активов и обязательств, не связанных с основной деятельностью, и соответствующих поступлений и расходов;

внести поправки с учетом поступлений и расходов по основной деятельности.

Из затрат по основной деятельности исключаются непроизводительные либо единовременные, не связанные с основной деятельностью затраты, доходы и расходы по избыточным активам, не используемым в хозяйственном процессе, а также личные доходы и расходы собственников предприятия. В практике оценки корректировки финансовой отчетности могут быть и положительными.

В зависимости от степени корректировки различают несколько видов бухгалтерской документации.

1. Приведенный ретроспективный баланс — баланс, скорректированный на последнюю отчетную дату путем исключения из актива всех нематериальных активов и активов, не связанных с основной деятельностью компании, а также переоценка основных средств и вычет накопленного износа — для обеспечения сопоставимости информации с компаниями-аналогами.

2. Рыночный баланс — баланс, в котором скорректирована стоимость материальных активов по рыночной стоимости, долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений, дебиторской и кредиторской задолженности в соответствии с их реальным состоянием.

3. Приведенный ретроспективный отчет о прибылях и убытках — корректировка путем исключения доходов и расходов, не связанных с основной деятельностью (корректируются выплаченные проценты по ссудам, заработная плата владельцев приравнивается к среднеотраслевой, прибыль увеличивается на величину избыточных расходов) для обеспечения сопоставимости информации с компаниями-аналогами.

По данным ретроспективных финансовых отчетов, об отрасли, регионе, стране прогнозируются финансовые показатели деятельности предприятия. Кроме того, рассчитывают показатели-коэффициенты, например, коэффициент изношенности производственных фондов, доля остаточной стоимости машин и оборудования в общей стоимости всех активов.

Следующий этап корректировки финансовой отчетности — пересчет показателей монетарных активов с учетом инфляции.

Затем проводится нормализация финансовой отчетности — корректировка на основе определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса:

разовых, нетипичных доходов и расходов, не относящихся к основной деятельности;

метода учета операций (амортизации, запасов) с целью установления реальной величины нормализованной прибыли;

отчетности с целью вычисления рыночной стоимости активов.

Результатом корректировки служит нормализованная ретроспективная финансовая отчетность, в которой все балансовые показатели учитываются по их рыночной стоимости на дату оценки.

Трансформация бухгалтерской отчетности выполняется с целью приведения статей отчетности к международным стандартам учета только в случаях оценки бизнеса для участия стратегических иностранных инвесторов и нуждается в больших затратах времени, и в высококвалифицированных специалистах.

## **2.4**

### **Трансформация финансовой отчетности**

Трансформация бухгалтерской отчетности проводится с целью приведения статей отчетности к международным стандартам учета. Это связано с существующими принципиальными различиями между российской и международной системами учета:

*по составу отчетности:* западная отчетность содержит отчет об изменениях собственного капитала и обширные примечания к финансовой отчетности;

*по принципу построения основных показателей:* российский баланс построен по принципу возрастания ликвидности, по системе GAAP – наоборот;

*по ориентации на пользователя:*

- в России система регулирования бухгалтерского учета разрабатывается Минфином России, который руководствуется прежде всего государственными интересами обеспечения контроля за налогообложением доходов и имущества; МСФО разработаны независимой международной организацией, и потому ориентированы на принятие обоснованных верных экономических решений различными партнерами по бизнесу;

- в российской отчетности о финансовых результатах себестоимость реализованной продукции, работ, услуг может включать часть общехозяйственных управленческих расходов, в то время как МСФО рекомендуют включать только прямые и накладные производственные расходы;

- при продаже продукции ниже себестоимости без достаточных оснований российские предприятия должны платить налог на прибыль с суммы разницы между рыночной ценой и ценой реализации, что неприемлемо для МСФО;

- в российской практике высокая доля затрат организаций приходится на уплату штрафных санкций налоговых органов в Пенсионный фонд, внебюджетные фонды и т.п.

Трансформация бухгалтерской отчетности проводится только в случаях оценки бизнеса для участия стратегических иностранных инвесторов и требует не только больших затрат времени, но и наличия высококвалифицированных специалистов.

## **2.5**

### **Использование информационной базы и результатов анализа в выборе метода и обосновании стоимости бизнеса**

После корректировки финансовой отчетности организации проводится финансовый анализ по технологии экспресс-оценки, основанной на коэффициентном подходе, либо комплексный финансовый анализ в зависимости от целей оценки и установок руководства. Анализ должен выявить:

- сильные и слабые стороны данного бизнеса;

- диспропорции в структуре капитала;

- уровень риска при инвестировании средств в данный бизнес;

- сформировать базу для сравнения с компаниями-аналогами.

При сравнительном подходе (сравнение с компаниями-аналогами) должна использоваться единая методика расчета показателей. Как правило, каждый оценщик или саморегулируемая организация независимых оценщиков применяет свою методику на базе общепринятых подходов (см. подробнее темы 4 и 7), а также большого практического опыта. Для акционерных компаний целесообразно использовать расчетные показатели инве-

стиционной привлекательности и финансовой устойчивости (см. тему 8), такие как доход на одну акцию, ценность одной обыкновенной акции, рентабельность акции, дивидендный выход и коэффициент котировки акций.

Работа с финансовой отчетностью организации представляет собой важнейший этап в процессе оценки бизнеса, цели которого:

приведение ретроспективной финансовой отчетности к сопоставимому виду, учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков, ставок дисконтирования и т.п.;

нормализация отчетности для определения доходов и расходов, типичных для оцениваемого бизнеса;

определение текущего финансового состояния оцениваемого предприятия;

выявление тенденций в развитии бизнеса исходя из ретроспективной информации, текущего состояния и планов на перспективу;

подготовка информации для подбора компаний-аналогов и расчета рыночных мультипликаторов.

Оценка бизнеса – это анализ прошлого, настоящего и будущего предприятия для выявления его общей стоимости. Особенность рыночной оценки бизнеса заключается в оценке права на владение предприятием, приносящим прибыль. Менеджеры, инвесторы, потенциальные владельцы, кредиторы, аналитики и арендаторы получают разные величины стоимости предприятия. Это связано с тем, что бизнес может оцениваться с помощью различных подходов. Среди альтернативных подходов к оценке бизнеса можно отметить следующие:

затратный, или оценка по активам (метод чистых активов, метод накопления активов, метод оценки по рыночной стоимости, метод оценки по ликвидационной стоимости);

рыночных сравнений (метод рынка капитала для свободно вращающихся пакетов акций, метод сделок при продаже всего предприятия, метод отраслевой оценки);

доходный, построенный на капитализации прибыли, или дисконтировании будущих денежных потоков.

Проводя выбор методов для проведения оценки бизнеса, необходимо четко представлять все преимущества и недостатки, каждого подхода и метода (табл. 2.1).

## Преимущества и недостатки различных подходов к оценке бизнеса

Подходы	Преимущества	Недостатки
<b>Рыночный</b> (метод сделки, отраслевой оценки)	Полностью рыночный метод Отражает текущую реальную практику покупки	Основан на прошлом, нет учета будущих ожиданий Необходим ряд поправок
<b>Доходный</b> (метод капитализации прибыли или дисконтирования будущих денежных потоков)	Учитывает будущие ожидания Учитывает рыночный дисконт Учитывает рыночное устаревание	Трудоемкий прогноз Частично носит вероятностный характер
<b>Затратный</b> (метод чистых активов, метод оценки по рыночной стоимости, метод оценки по ликвидационной стоимости)	Основан на реально существующих данных Годится для некоторых видов компаний	Часто не учитывает стоимость нематериальных активов и гудвилла Статичен, не учитывает будущих ожиданий

Метод чистых активов позволяет оценить стоимость собственности по бухгалтерскому балансу. По данным российской методологии бухгалтерского учета и отчетности, чистые активы рассчитываются как разность между всеми активами предприятия и его долгосрочными и краткосрочными обязательствами (без учета доходов будущих периодов и резервов предстоящих расходов). Метод чистых активов основан на историческом прошлом предприятия и мало связан с будущим бизнесом. Он не раскрывает степень ликвидности активов и потенциал будущих прибылей, не отражает изменений в рыночной стоимости активов и обязательств. Однако широко практикуется банками и потенциальными инвесторами для предварительной оценки бизнеса, имеет значимость для регулируемых отраслей, таких как банки и коммунальные службы. Например, банк должен иметь долю собственного капитала в активах. Затратный подход ценообразования также ориентируется на чистые активы. При решении вопросов об инвестициях или покупке бизнеса в оценке коэффициента «долг/собственность» стоимость чистых активов также содержит полезную информацию.

Метод оценки по ликвидационной стоимости применяется в следующих случаях:

предприятие находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно сохранения его как действующего предприятия;

оцениваемая доля собственности представлена либо контрольным пакетом, либо такой долей, способной вызвать продажу активов предприятия;

рентабельность активов, полученная на основе текущих и прогнозируемых денежных потоков, низкая или отрицательная;

ликвидационная стоимость предприятия может превышать экономическую стоимость, т.е. стоимость продолжения бизнеса.

Метод оценки, называемый методом рыночных сравнений, или методом компании-аналога является единственным базисным только на рыночной информации. Используется при наличии достаточного количества сопоставимых компаний (или сделок), необходимого для определения оценочного мультипликатора, а также соответствующей рыночной информации по аналогам в целях проведения финансового анализа и внесения поправок. При наличии надежных данных о прибылях или денежных потоках для оцениваемого и аналогичного предприятия, примерного равенства текущих или ожидаемых прибылей или денежных потоков, значимости этих величин метод позволяет вычислить такие мультипликаторы как «цена/прибыль» и «цена/денежный поток». Если эксперты располагают информацией о стоимости чистых активов сопоставимых компаний, выраженной существенной положительной величиной, то метода используется для вычисления мультипликатора «цена/балансовая стоимость». Метод рыночных сравнений использует подходы на основе метода рынка капитала, метода сделок и метода отраслевой оценки. Последний предполагает использование формул или показателей, по данным о продаже компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Метод не применяется, если компания имеет отрицательные доходы или отрицательный денежный поток.

Доходный метод (подход) рассматривает стоимость бизнеса через текущую стоимость притоков денежных средств, т.е. через его способность приносить прибыль в будущем. Этот подход

реализуется методом капитализации прибыли, или методом дисконтированных денежных потоков. В основе оценки предприятия лежат следующие финансовые уравнения:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость предприятия} &= \text{Рыночная стоимость долга} + \\ &+ \text{Рыночная стоимость акционерного капитала.} \end{aligned} \quad (2.1)$$

$$\begin{aligned} \text{Стоимость предприятия} &= \text{Текущая стоимость} \\ &\text{будущих чистых денежных потоков.} \end{aligned} \quad (2.2)$$

Раскрывает функцию бизнеса как способности генерировать денежные потоки в будущем:

$$\begin{aligned} \text{Акционерный капитал} &= \text{Стоимость предприятия} - \\ &- \text{Рыночная стоимость долга.} \end{aligned} \quad (2.3)$$

$$\begin{aligned} \text{Акционерный капитал} &= \text{Текущая стоимость} \\ &\text{будущих чистых денежных потоков} - \text{Долг.} \end{aligned} \quad (2.4)$$

Чистый денежный поток может быть получен по средней или средневзвешенной величине тренда. Периоды времени, участвующие в расчете чистого денежного потока, могут охватывать пятилетний ретроспективный или смешанный период времени.

Результаты анализа и оценки реального финансового состояния предприятия учитываются при выборе метода оценки.

**Затратный поход.** В случае хорошего финансового состояния выбирается метод чистых активов. Если платежеспособность предприятия полностью отсутствует и не может быть восстановлена без дополнительных реорганизационных процедур, а также динамика финансовых показателей негативна, то обоснованным будет применение метода ликвидационной стоимости. Результат оценки может быть и отрицательным, что свидетельствует о невозможности полного погашения долгов предприятия.

При положительной динамике финансовых показателей и стабильных доходах, примерно одинаковых по годам, выбирается метод капитализации дохода. При положительной динамике

ке финансовых показателей, устойчивом финансовом состоянии и примерно одинаковых по годам темпах роста доходов, выбирается модель Гордона.

**Сравнительный подход.** Для оценки бизнеса результаты анализа финансового состояния предприятия необходимы для корректировки сравнительной базы предприятий-аналогов. Если использовано много достоверной информации об аналогах, но финансовое состояние предприятий базы данных объектов различается, при итоговом согласовании конечной цены предприятия, данному методу будет присвоено незначительное весовое значение, т.е. доверие к результатам сравнительного анализа будет низким.

**Доходный подход.** Для оценки бизнеса результаты анализа финансового состояния используются при расчете экономически обоснованной ставки дисконтирования. Для определения ставки дисконта кумулятивным методом на базе суммировании рисков, весьма важным является учет коэффициентов структуры источников капитала (финансовой независимости), прогнозируемости доходов в зависимости от динамики финансовых результатов и других финансовых показателей. Если предприятие находится в неустойчивом финансовом положении, то результаты прогнозирования могут оказаться слишком приближенными, риск неточного прогноза будет достаточно высоким, а вес доходного подхода в итоговом согласовании будет низким.

Показатели ликвидности и структуры капитала можно объединить в одну группу показателей финансовой устойчивости. Очевидно, что предприятие должно быть устойчивым как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. В краткосрочной перспективе критерием финансовой устойчивости может считаться платежеспособность предприятия, т.е. способность предприятия своевременно проводить расчеты по краткосрочным обязательствам.

Платежеспособность характеризуют показатели ликвидности, отражающие, в какой степени и за счет каких оборотных средств, предприятие способно рассчитаться по своим краткосрочным обязательствам.

Результаты оценки отражаются на значениях показателей финансовой устойчивости. Предположим, что в результате оцен-

ки стоимость основных фондов увеличилась. В случае переоценки на эту же величину возрастает собственный капитал предприятия. Увеличение собственных средств позволяет уменьшить потребность в заемных средствах для финансирования оборотных активов, увеличивая тем самым ликвидность предприятия и его финансовую независимость. Кроме того, амортизационные отчисления, величина которых изменяется при изменении стоимости основных фондов, формируют инвестиционные ресурсы предприятия. Поэтому предприятия, ставящие при переоценке цель снизить стоимость имущества, лишают себя надежного источника средств.

Результаты переоценки, которые относятся на добавочный капитал, увеличивают величину собственных средств предприятия и улучшают структуру его капитала. Также в связи с переоценкой возможно проведение дополнительной эмиссии акций, что дает хорошую возможность для предприятия увеличить рыночную стоимость собственного капитала.

В то же время, если показатели неплатежеспособности и финансовой неустойчивости свидетельствуют о признаках приближающегося банкротства предприятия, то низкие показатели деловой активности и рентабельности, хотя, безусловно, усугубляют финансовые проблемы, но не определяют банкротство.

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестирования, и целесообразность его применения определяется тем, что суммирование рыночных стоимостей активов предприятия не позволяет отразить реальную стоимость бизнеса, так как не учитывает взаимодействие этих активов и экономическое окружение бизнеса.

### ***Контрольные вопросы***

1. Какие аспекты включают качественные и количественные характеристики оцениваемого бизнеса?
2. Каковы источники макроэкономической информации, необходимые для объективной оценки бизнеса?
3. Что представляет собой нелегитимная информация об оцениваемом предприятии?
4. В чем заключается работа аналитика с финансовой отчетностью организации в процессе оценки бизнеса?

5. Что понимается под корректировкой финансовой отчетности для целей оценки бизнеса и каковы ее цели?
6. Что такое нормализованный бухгалтерский баланс?
7. В каких случаях проводится трансформация бухгалтерского баланса?
8. В чем проявляется влияние результатов финансового анализа на процесс оценки бизнеса?
9. Каковы наиболее существенные преимущества и недостатки различных подходов к оценке бизнеса?
10. В каких случаях результаты анализа финансового состояния организации требуют применения затратного метода как базового при оценке бизнеса?
11. При каком финансовом состоянии организации предпочтительен метод ликвидационной стоимости?

# Тема 3

## Оценка финансового состояния компании

### 3.1

#### Экспресс-оценка финансового состояния и инвестиционной привлекательности

Экспресс-оценка финансового состояния предприятия позволяет дать общую оценку финансового состояния предприятия, не раскрывая внутреннего содержания каждого фактора, повлиявшего на формирование отдельных показателей.

Сегодня российские предприятия, стремящиеся к повышению своего имиджа, рыночного статуса, конкурентоспособности с целью привлечения стратегических инвесторов в свой бизнес формируют и ежегодно обновляют экономический паспорт предприятия, куда входят показатели экспресс-анализа.

Экспресс-анализ включает следующую последовательность действий:

- общую характеристику предприятия: по виду собственности, типу и объему производства, отраслевой специализации, мощности, численности персонала, общему финансовому результату деятельности;

- оценку характера изменения итога баланса за анализируемый период и правильности размещения средств предприятия;

- анализ динамики и структурных сдвигов в активах, пассивах и выручке от реализации продукции;

- вывод о деятельности предприятия на основе небольшого количества выборочных, наиболее существенных, обобщающих показателей.

Целесообразно начать анализ организации с чтения ее отчетности за ряд лет, в ходе которого можно определить главные тенденции деятельности организации и структурные сдвиги в ее

развитии. У нормально развивающейся организации из года в год будет отмечаться положительная динамика основных показателей: итога баланса, выручки от реализации, чистой прибыли. Сокращение абсолютных значений этих статей требует углубленного анализа.

Значительно поможет при первом чтении так называемый горизонтальный анализ отчетности, в ходе которого рассчитываются темпы роста или прироста балансовых показателей, показателей отчета о прибылях и убытках и других форм отчетности. За базисный период принимаются, как правило, данные на начало года или другого периода. При первом чтении отчетности необходимо обратить внимание на соотношение темпов роста прибыли ( $T_{пр}$ ), выручки ( $T_{выр}$ ) и активов ( $T_{ак}$ ), выражающееся следующим неравенством:

$$T_{пр} > T_{выр} > T_{ак} > 100\%.$$

Таким образом, прибыль организации должна возрастать быстрее, чем реализация, рост которой должен быть выше темпов роста активов, которые должны превышать 100%. Если это условие постоянно не выполняется, то организация может начать испытывать финансовые затруднения. Временные несоответствия темпов роста обуславливаются, например, освоением новых производств, реконструкцией, модернизацией оборудования. В текущем периоде все это служит причиной более высоких темпов роста стоимости активов и временного снижения темпов роста прибылей и реализации.

Для экспресс-оценки финансового состояния предприятия профессиональный аналитик использует определенный набор расчетных показателей по направлениям оценки (табл. 3.1), которые могут быть получены как с преобразованием данных отчетности, так и без него, главное условие — придерживаться одной тактики оценки при расчете всех выборочных показателей. Кроме того, помимо отчетности организации за несколько лет, позволяющей выявить долгосрочные тенденции ее развития, для более объективного анализа и аргументированных выводов необходимо провести сравнение показателей ее деятельности со среднеотраслевыми данными или с информационной базой по конкурентам.

Обобщающие показатели экспресс-оценки финансового состояния (имеют специфику для предприятий различных сфер деятельности)

Направление анализа	Наименование показателей	Обозначение, источник и расчет	Экономическое содержание
<i>1. Оценка экономического потенциала организации</i>			
1.1. Оценка имущественного положения	1. Доля основных средств в имуществе  2. Коэффициент износа основных средств  3. Коэффициент обновления основных средств	$D_{oc}$ = Остаточная стоимость ОС по учетной оценке предприятия (ф. № 1 стр. 120)/ Общая стоимость имущества (ф. № 1 стр. 300)  $K_{изн}$ = Амортизация ОС (ф. № 5 стр. 140)/ Первоначальная (восстановительная) стоимость ОС (ф. № 5 стр. 130)  $K_{обн}$ = Стоимость поступивших ОС за год (ф. № 5 стр. 130 гр.4)/ Первоначальная (восстановительная) стоимость ОС на конец года (ф. № 5 стр. 130 гр.6)	Для предприятий и организаций производственной сферы характеризует уровень реального производственного капитала  Характеризует состояние реального производственного капитала предприятия  характеризует долю новых основных средств в составе всех средств на конец года
1.2. Оценка финансового положения	1. Показатель финансовой независимости от внешних источников финансирования – коэффициент автономии	$K_{авт}$ = $\frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Валюта баланса}}$	Характеризует финансовую устойчивость предприятия

Направление анализа	Наименование показателей	Обозначение, источник и расчет	Экономическое содержание
1.3. Наличие проблемных статей в отчетности	2. Коэффициент текущей ликвидности (полного покрытия или перспективной платежеспособности)	Скорректированные оборотные активы ф.1 (стр. 290 – стр. 220 – стр. 244–стр.411)/ Скорректированные заемные обязательства (стр. 610 + стр. 620 + стр. 630 + стр. 660)	Характеризует текущее финансовое состояние и показывает достаточность у предприятия оборотных средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств
	3. Обеспеченность запасов собственными средствами финансирования (доля собственных оборотных средств в покрытии запасов)	$K_{\text{зап}} = \text{Собственные оборотные средства} / \text{Запасы (ф. № 1 стр. 210)}$	Характеризует финансовую устойчивость предприятия
	4. Коэффициент маневренности собственного капитала	$K_{\text{м}} = \text{Собственные оборотные средства} / \text{Собственный капитал}$	Показывает долю собственных средств предприятия, находящихся в мобильной форме, позволяющей относительно свободно маневрировать этими средствами
	1. Убытки 2. Просроченные (не погашенные в срок) кредиторская задолженность, кредиты и займы, векселя к уплате	ф. № 1 стр. 470, ф. № 2 стр. 190 ф. № 5, приложение к финансовой отчетности в ФНС России с перечнем организаций-кредиторов	Характеризуют неплатежеспособность

	2. Просроченная дебиторская задолженность	ф. № 5, приложение к финансовой отчетности в ФНС России с перечнем организаций-дебиторов	Способствует ухудшению финансового состояния, свидетельствует о недостатках в договорной политике предприятия
<i>2. Оценка результативности финансово-хозяйственной деятельности организации</i>			
2.1. Оценка прибыльности	1. Чистая прибыль	ф. № 2 стр.190	Чистый экономический результат функционирования предприятия
	2. Рентабельность общая	$R_{\text{общ}} = \text{ф. № 2 стр. 190} / \text{ф. № 1 стр. 300}$	Общая финансовая эффективность использования всех экономических ресурсов предприятия
	3. Рентабельность основной деятельности	$R_{\text{д}} = \text{ф. № 2 стр. 050} / \text{ф. № 2 стр.20}$	Экономическая результативность основной деятельности предприятия
	4. Рентабельность продаж	$R_{\text{п}} = \text{ф. № 2 стр.050} / \text{ф. № 2 стр. 10}$	Экономическая результативность реализации предприятием продукции, работ, услуг
2.2. Оценка деловой активности	1. Сравнительные темпы роста чистой прибыли, выручки и вложенного капитала	Проверка выполнения неравенства $T_{\text{пр}} > T_{\text{в}} > T_{\text{ак}} > 100\%$	Свидетельство сохранения финансового благополучия в ближайшей перспективе
	2. Оборачиваемость активов	$K_{\text{об}} = \text{Выручка от продаж} / \text{Средняя величина валюты баланса ф. № 1 (стр. 300 н.г. + стр. 300 к.г.)} / 2$	Характеризует скорость оборота капитала предприятия, показывает количество оборотов, которое совершает капитал за анализируемый период

Направление анализа	Наименование показателей	Обозначение, источник и расчет	Экономическое содержание
	3. Продолжительность операционного цикла (срок оборота запасов и краткосрочной дебиторской задолженности)	$T_{\text{пр. цикла}} = 360 \cdot (\text{ф. № 1 стр. 210} + \text{стр. 240}) / \text{ф. № 2 стр. 010}$	Сокращение операционного и финансового циклов рассматривается как ускорение оборачиваемости средств и повышение деловой активности организации
	4. Продолжительность финансового цикла (продолжительность операционного цикла за вычетом срока оборота кредиторской задолженности)	$T_{\text{пр. цикла}} = 360 \cdot (\text{ф. № 1 стр. 210} + \text{стр. 240} - \text{стр. 620}) / \text{ф. № 2 стр. 010}$	
	5. Темпы роста производительности труда (ПТ) за рассматриваемый период	$T_{\text{пт}} = \text{ПТ}_1 / \text{ПТ}_0 \cdot 100\%$ , где ПТ = Выручка от продажи ф. № 2 стр. 010 / Среднесписочная численность персонала ПТ <sub>1</sub> и ПТ <sub>0</sub> – производительность труда соответственно в отчетном и базисном периодах	Положительные (более 100%) темпы роста ПТ говорят об интенсивном пути развития предприятия и наличии у него потенциальных резервов повышения прибыльности
	6. Фондоотдача ФО	$\text{ФО} = \text{Выручка от продажи ф. № 2 стр. 010} / \text{Средняя за период стоимость ОС ф. № 1 стр. 120}$	Характеризует объем вырученных денежных средств с каждого рубля, вложенного в ОС предприятия

### 3. Оценка эффективности использования экономического потенциала и инвестиционной привлекательности бизнеса

1. Рентабельность функционирующего капитала	$R_{\text{фк}} = \text{ф. № 2 стр. 190} / \text{ф. № 1 (стр. 300} - \text{стр. 140} - \text{стр. 250} - \text{стр. 130)}$	Характеризует финансовую эффективность использования капитала, непосредственно занятого в хозяйственном процессе
2. Рентабельность инвестиций по чистой прибыли и с учетом платы за пользование заемными средствами	$R_{\text{инв}} = (\text{ф. № 2 стр. 190} + \Sigma \text{ЗС} (1 - \text{Сн}) \% \text{ЗС}) / \text{ф. № 1 (стр. 490} + \text{стр. 590}) \cdot 100\%$ , где $\Sigma \text{ЗС} (1 - \text{Сн}) \% \text{ЗС}$ – сумма платы за пользование всеми кредитными ресурсами, скорректированная на фактор налогообложения (с учетом налога на прибыль) $\text{ЗС}$ – сумма заемных средств, $\% \text{ЗС}$ – процентная ставка за пользование заемными средствами, $\text{Сн}$ – ставка налога на прибыль	используется в практике для оценки эффективности управления инвестициями, способности руководителей обеспечить высокую отдачу средств, вложенных в функционирование и развитие организации
3. Коэффициент реинвестирования денежных средств	$K_{\text{реинв}} = \text{Чистые денежные поступления по текущей деятельности (ф. № 4 стр. 200)} / \text{Собственный оборотный капитал}$	Показывает, какая часть денежных средств может быть направлена на самофинансирование, что может говорить о перспективности предприятия и его предпочтительности по сравнению с другими коммерческими организациями для вложения инвестиций

Направление анализа	Наименование показателей	Обозначение, источник и расчет	Экономическое содержание
	4. Темпы роста чистых активов (ЧА)	ф. № 3 стр. 200 гр.4/ ф. 3 стр.200 гр.3 · 100%	Положительные (более 100%) темпы роста ЧА говорят о наращивании экономического и финансового потенциала предприятия и наличии у него потенциальных резервов для развития и инвестирования
	5. Рентабельность чистых активов	ф.2 стр.190/ф.3 стр.200 · 100%	Характеризует эффективность использования активов предприятия, финансируемых из собственных источников
	6. Прибыль на одну обыкновенную акцию	$P_{\text{акт}} = \frac{\text{ф. № 2 стр.190} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Число обыкновенных акций}}$	Показывает максимальный доход, который мог бы получить владелец одной акции фирмы в том случае, если бы вся нераспределенная прибыль была направлена на выплату дивидендов по обыкновенным акциям. Анализ этого показателя в динамике позволяет понять, как меняется выгодность инвестирования средств в эти акции

## 3.2

### **Комплексная оценка финансового состояния компании по данным финансовой отчетности**

Цель комплексного анализа финансового состояния — более подробная характеристика имущественного и финансового положения фирмы, результатов ее деятельности в истекшем отчетном периоде, а также возможностей развития на ближайшие (краткосрочные) и долгосрочные перспективы. Детализированный финансовый анализ ведется по следующим направлениям:

общая оценка финансового состояния, в том числе выявление «проблемных» статей и «чтение» баланса по горизонтали и вертикали (структурно-динамический анализ имущественного положения и источников финансирования бизнеса);

оценка финансовой устойчивости (с использованием трех подходов);

анализ ликвидности и платежеспособности (два подхода, один основан на соотношении скорректированных абсолютных показателей бухгалтерского баланса, второй — с использованием коэффициентов);

анализ и оценка чистых активов (для акционерных обществ имеет не только экономическое значение, но и юридический смысл);

анализ эффективности функционирования и оценка деловой активности;

факторный анализ финансовых результатов (с использованием факторных моделей);

анализ и оценка вероятности банкротства.

Кроме того, финансовый анализ для различных целей может быть дополнен другими существенными для этого элементами финансового мониторинга. Так, в задачи финансового анализа для оценки установления реальной рыночной стоимости предприятия как перспективного хозяйствующего субъекта, способного приносить прибыль в будущем, входит также:

анализ и прогнозирование скрытого или явного банкротства;

анализ показателей бизнес-развития: обоснование прогнозов будущей прибыли, расчет потенциальных резервов предприятия с целью установления реальных возможностей более эффективного его использования как действующего экономического субъекта.

Имеет свою специфику финансовый анализ неплатежеспособных предприятий, на которых по решению Арбитражного суда возбуждена процедура банкротства (наблюдение, финансовое оздоровление или внешнее управление). При конкурсном производстве проводится финансовый анализ с целью продажи имущества предприятия или предприятия целиком. При этом финансовый анализ регламентируется Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10.02 №127-ФЗ (с изменениями и дополнениями)

Основным источником информации для проведения финансового анализа служит бухгалтерская (финансовая) отчетность. Из всех форм отчетности важнейшей является бухгалтерский баланс, состоящий из двух равновеликих частей – актива и пассива. В активе баланса представлено имущество организации по составу и размещению, в пассиве – представлены источники формирования этого же имущества. Именно поэтому сумма актива всегда равна сумме пассива. Бухгалтерский баланс характеризует в денежной форме финансовое положение организации на определенную дату. По данным бухгалтерского баланса проводится анализ по следующим направлениям:

- общая оценка структуры активов и их источников;
- анализ финансовой устойчивости;
- анализ ликвидности баланса;
- анализ платежеспособности предприятия;
- анализ вероятности банкротства.

Отчет о финансовых результатах (ф. № 2) – источник информации для анализа показателей прибыли и рентабельности. Отчет о движении денежных средств помогает анализировать платежеспособность. Остальные формы отчетности дополняют бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках, помогают построить более точные прогнозы на будущие периоды. Чтение баланса начинают с исследования изменения валюты баланса за анализируемый период времени путем сравнения итога баланса

на начало и конец периода. При этом уменьшение (в абсолютном выражении) валюты баланса за отчетный период однозначно свидетельствует о сокращении предприятием хозяйственного оборота, что могло повлечь его неплатежеспособность. Установление факта сворачивания хозяйственной деятельности требует проведения тщательного анализа его причин (сокращение платежеспособного спроса на товары, работы и услуги данного предприятия, ограничение доступа на рынки необходимого сырья и материалов, постепенное включение в хозяйственный оборот дочерних предприятий за счет материнской компании и т.д.). Анализируя увеличение валюты баланса за отчетный период, необходимо учитывать влияние переоценки основных фондов, когда увеличение их стоимости не связано с развитием производственной деятельности. Следует также уточнить, является ли увеличение валюты баланса следствием только лишь удорожания готовой продукции под воздействием инфляции сырья, материалов, либо оно показывает на расширение хозяйственной деятельности предприятия. Причины неплатежеспособности предприятия следует искать в нерациональности проводимой кредитно-финансовой политики, включая использование получаемой прибыли, в ошибках при определении ценовой стратегии и т.д.

Поэтому после оценки динамики изменения итога баланса целесообразно установить его соответствие динамике объема производства и реализации продукции, а также прибыли предприятия (см. методику экспресс-анализа). Более быстрый темп роста объема производства, реализации продукции и прибыли по сравнению с темпом роста суммы итога баланса указывает на улучшение использования средств.

Об определенных недостатках в работе предприятия свидетельствуют наличие в Приложении к бухгалтерской (финансовой) отчетности таких проблемных статей, как «Долгосрочные кредиты банков, в том числе не погашенные в срок», «Долгосрочные займы, в том числе не погашенные в срок», «Краткосрочные кредиты банков, в том числе не погашенные в срок», «Краткосрочные займы, в том числе не погашенные в срок», «Векселя выданные (полученные), в том числе просроченные». Эти показатели можно найти также в приложении к финансовой отчетности в ФНС России (перечень организаций-дебиторов и кредиторов).

### **3.2.1**

#### **Структурно-динамический анализ экономического потенциала и источников финансирования деятельности предприятия**

Для проведения анализа структуры активов и источников организации в исходном балансе производят преобразование (объединение) отдельных его статей, дополняют его показателями структуры и расчетами динамики величины активов и пассивов, формируют сравнительный аналитический баланс. Он характеризует статику и динамику финансового положения организации и фактически включает все показатели горизонтального и вертикального анализа. К наиболее важным показателям относятся:

- общая стоимость активов организации;

- стоимость внеоборотных (иммобилизованных) активов (средств) или недвижимых активов;

- стоимость оборотных (мобильных) активов (средств);

- стоимость материальных оборотных средств;

- величина собственного капитала организации;

- величина заемного капитала;

- величина собственных средств в обороте;

- размер текущих обязательств;

- рабочий капитал (стр. 290 – стр. 690).

Из относительных показателей необходимо обратить внимание на:

- удельный вес собственного капитала в общей стоимости активов;

- соотношение темпов роста собственного и заемного капитала;

- соотношение темпов роста дебиторской и кредиторской задолженности.

Признаки «хорошего» баланса:

- валюта баланса в конце отчетного периода должна увеличиваться по сравнению с началом периода;

- темпы прироста оборотных активов должны быть выше, чем темпы прироста внеоборотных активов;

- собственный капитал организации должен превышать заемный, и темпы его роста должны быть выше, чем темпы роста заемного капитала;

темпы прироста дебиторской и кредиторской задолженности должны быть примерно одинаковыми;

доля собственных средств в оборотных активах должна быть более 10%;

в балансе должна отсутствовать статья «непокрытый убыток».

Для детализации общей картины изменений в финансовом положении организации для каждого раздела актива и пассива баланса возможно построение сравнительных, аналитических таблиц. В них проанализируется отдельно структура и динамика внеоборотных активов, оборотных активов, дебиторской задолженности (прочих активов), капитала, резервов, кредитов и займов, кредиторской задолженности (прочих пассивов).

Коммерческая организация решает одновременно две основные задачи в финансовой сфере:

обеспечение долгосрочного финансирования в необходимых объемах;

поддержка способности отвечать по своим текущим финансовым обязательствам.

В первом случае характеристиками предприятия выступают показатели финансовой устойчивости, во втором — ликвидности и платежеспособности.

### **3.2.2**

#### **Различные подходы к анализу финансовой устойчивости и механизмы формирования оптимальной структуры капитала**

Анализ финансовой устойчивости в экономической практике проводится на основе изучения:

структуры источников формирования средств предприятия;

показателей структуры экономических ресурсов предприятия;

обеспеченности экономических ресурсов предприятия источниками финансирования.

Финансово устойчивым считается такой хозяйствующий субъект, который за счет собственных источников покрывает средства, вложенные в активы (основные фонды, нематериальные активы, оборотные средства), не допускает неоправданной дебиторской и кредиторской задолженности и расплачивается в срок по своим обязательствам. Фундаментом финансовой ус-

тойчивости служат рациональная организация и использование оборотных средств. Также, финансовая устойчивость предприятия связана со степенью независимости от внешних воздействий. В первую очередь, со степенью независимости от кредиторов.

### **Подход, основанный на изучении структуры источников формирования средств предприятия**

Одним из важнейших показателей, характеризующих финансовую устойчивость предприятия является, коэффициент автономии (коэффициент финансовой независимости, коэффициент концентрации собственного капитала, коэффициент ответственности, коэффициент независимости). Коэффициент автономии рассчитывается по формуле

$$K_{\text{авт}} = \text{Собственный капитал} / \text{Валюта баланса.}$$

Показывает долю собственных средств в капитале организации. С целью поддержания стабильной финансовой структуры доля собственных средств в пассивах должна превышать долю заемных средств, т.е.  $K_{\text{авт}} \geq 0,5$ . Такое значение показателя позволяет предположить, что все обязательства предприятия могут быть покрыты за счет его собственных средств.

Рост коэффициента автономии свидетельствует об увеличении финансовой независимости, повышает гарантии погашения предприятием своих обязательств и расширяет возможность привлечения средств со стороны, возможность инвестирования в предприятие. Изменения в уровне коэффициента автономии могут свидетельствовать также о расширении или сокращении деятельности предприятия (его деловой активности).

Большая величина заемного капитала может быть оправдана в том случае, когда предприятие взяло кредит под свое развитие, что принесет ему в ближайшем будущем значительную прибыль. Поэтому нормальной для финансово устойчивого предприятия считается величина этого показателя, равная 0,5–0,8.

С другой стороны, многим крупным российским предприятиям, существующим длительное время, свойственна высокая величина коэффициента автономии. В этом случае необходимо проанализировать структуру собственного капитала. На таких предприятиях основной удельный вес собственного капитала составляет, как правило, не прибыль, а добавочный капитал, полученный от переоценки основных средств. С учетом того,

что переоценка обычно проводится не на основе рыночной стоимости, а по специально установленным коэффициентам, этот показатель может не отражать реальную действительность. В этом случае рекомендуется анализировать модифицированный коэффициент автономии:

$$\text{Модифицированный коэффициент автономии} = \frac{\text{Собственный капитал} - \text{Добавочный капитал}}{\text{Валюта баланса}}$$

Его анализ необходимо производить по тем же критериям, что и для стандартного коэффициента автономии. Кроме коэффициента автономии для измерения соотношения собственного капитала и заемных обязательства могут применяться следующие показатели, измеряемые в долях единицы или в процентах:

$$\begin{aligned} \text{Коэффициент финансовой зависимости} &= \\ &= 1 / \text{Коэффициент автономии} = \frac{\text{Валюта баланса}}{\text{Собственный капитал}} \end{aligned}$$

Его значение может быть от 1 до 2.

$$\begin{aligned} \text{Финансовый леверидж} &= 1 - \text{Коэффициент автономии} = \\ &= \frac{\text{Заемные обязательства}}{\text{Валюта баланса}} \end{aligned}$$

Должен находиться в границах 0–0,5.

$$\begin{aligned} \text{Коэффициент соотношения заемных и собственных средств} \\ \text{(плечо финансового рычага)} &= \frac{\text{Заемные обязательства}}{\text{Собственный капитал}} \end{aligned}$$

С учетом того, что обязательства не должны превышать собственный капитал, этот показатель не должен превышать единицу. Чем выше уровень этого показателя, тем выше зависимость фирмы от кредиторов и тем неустойчивее ее финансовое положение. Поэтому для этого коэффициента действует ограничение: от 0,5 до 1. В соответствии с Методическими рекомендациями по разработке финансовой политики предприятия, утвержденными приказом Минэкономразвития России 01.10.97 № 118 данный коэффициент не должен превышать 0,7.

$$\begin{aligned} \text{Коэффициент финансовой устойчивости (коэффициент} \\ \text{финансирования)} &= \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Заемные обязательства}} = 1 / \text{Плечо финансового рычага} \end{aligned}$$

Его оптимальное значение 2:1.

Коэффициент концентрации перманентного капитала =  
Перманентный капитал / Валюта баланса = (Собственный капитал +  
+ Долгосрочные обязательства) / Валюта баланса.

Из ограничения для коэффициента автономии следует, что данный показатель должен быть как минимум больше 0,5, кроме того, характеризует финансовую устойчивость. В отличие от коэффициента автономии можно установить временные рамки: коэффициент концентрации перманентного капитала характеризует финансовую надежность предприятия на ближайший год (или другой период, на который предоставлены долгосрочные обязательства) и, если величина долгосрочных обязательств значительна, а собственного капитала немного, можем сказать, что в течение ближайшего года предприятие является устойчивым. Однако через год, когда, например, наступит срок погашения долгосрочного займа, фирма может оказаться и неустойчивой, и неплатежеспособной.

Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств =  
= Долгосрочные обязательства / Перманентный капитал =  
= Долгосрочные обязательства / (Собственный капитал +  
+ Долгосрочные обязательства).

Этот коэффициент позволяет оценить долю средств при финансировании капитальных вложений:

Доля срочных обязательств в капитале =  
= Краткосрочные обязательства / Валюта баланса.

Характеризует величину краткосрочных обязательств во всех обязательствах предприятия. Чем выше их доля, тем больше зависимость от кредиторов, тем менее устойчивое финансовое положение занимает предприятие. С учетом того, что на российских предприятиях величина долгосрочных обязательств обычно незначительна, необходимо уделять большое внимание анализу краткосрочных обязательств.

Обоснованность выводов относительно рациональности структуры источников финансирования предпринимательской деятельности полностью зависит от надежности источников информации (бухгалтерской отчетности), искаженная оценка какого-либо элемента активов или обязательств искажает и оценку собственного капитала. Кроме того, финансовые коэффици-

енты должны рассматриваться с учетом отраслевой специфики предприятия, длительности операционного цикла, масштабов деятельности и факторов оборачиваемости оборотных средств (подробнее см. п. 3.2.5). Необходимо принимать во внимание следующие правила, вытекающие из формализации расчетов показателей и доказанные на практике.

1. Предприятия, у которых значительный удельный вес в имуществе занимает недвижимость или труднореализуемые активы в составе оборотного капитала, должны иметь большую долю собственного капитала.

2. Предприятия с большой долей постоянных расходов в общей сумме затрат имеют более высокое значение критического объема продаж (порог рентабельности) и должны иметь соответственно больший объем собственного капитала.

3. Предприятия с высокой скоростью оборота средств, могут иметь большую долю заемных средств без угрозы для своей платежеспособности и увеличения рисков для кредиторов.

4. При оценке рациональности структуры капитала необходимо принимать во внимание соотношение длительности операционного цикла и срока погашения кредиторской задолженности: чем дольше операционный цикл обслуживается капиталом кредитора, тем меньшая доля собственного капитала может быть у предприятия.

5. На структуру совокупного капитала влияет также конъюнктура товарного рынка: стабильный спрос на продукцию, работы или услуги позволяет предприятию привлекать большую долю заемного капитала.

6. Структура капитала во многом определяется политикой собственников и менеджеров высшего звена.

Таким образом, обоснованные выводы по поводу оптимальности структуры капитала могут быть сделаны только при условии учета всех факторов в совокупности для формирования целевой структуры капитала конкретного предприятия, включая оценку условий привлечения, объемов и сроков.

### **Подход, основанный на анализе структуры экономических ресурсов предприятия**

Ниже приведены ключевые показатели, используемые в анализе экономических ресурсов предприятия.

Коэффициент мобильных и иммобилизованных средств  
(коэффициент соотношения оборотных и внеоборотных активов) =  
= Оборотные активы / Внеоборотные активы.

Значение этого коэффициента в большей степени зависит от отраслевых особенностей предприятия (на промышленных он выше, чем на предприятиях торговли или услуг). Поэтому, кроме анализа динамики показателя за несколько периодов, необходимо применять для сравнения среднеотраслевые данные, данные аналогичных предприятий и различные нормативы, которые могут дать представление об излишке или нехватке, например, основных средств или запасов сырья, материалов и т.д.

Коэффициент мобильности всех средств =  
= Оборотные активы / Валюта баланса.

Характеризует долю средств для погашения долгов. Чем выше значение коэффициента, тем больше у предприятия возможностей обеспечивать бесперебойную работу, рассчитываться с кредиторами.

Коэффициент мобильности оборотных средств =  
= (Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения) /  
Оборотные активы.

Чем выше доля наиболее мобильных оборотных средств, тем лучше финансовое состояние фирмы, выше ее платежеспособность.

Резкое увеличение дебиторской задолженности и ее доли в оборотных активах может свидетельствовать о неосмотрительной кредитной политике предприятия по отношению к покупателям либо об увеличении объема продаж либо о неплатежеспособности и даже банкротстве части покупателей. С другой стороны, предприятие может сократить отгрузку продукции, тогда счета дебиторов уменьшатся. Следовательно, рост дебиторской задолженности не всегда оценивается отрицательно.

Уровень функционирующего капитала = (Валюта баланса –  
– Финансовые вложения) / Валюта баланса.

Показывает, какую долю в активах занимает капитал, непосредственно занятый в производственной деятельности, поскольку из валюты баланса вычитаются суммы, вложенные в

акции, облигации и прочие ценные бумаги других предприятий. Если коэффициент снижается, то предприятие все большую часть свободных финансовых ресурсов инвестирует не в собственное развитие, а в развитие других предприятий. С другой стороны, в этих финансовых вложениях могут большой удельный вес занимать дочерние и зависимые организации. В этом случае нельзя оценивать снижение коэффициента отрицательно.

### **Подход, основанный на оценке уровня обеспеченности запасов источниками финансирования**

Статьи активов и пассивов баланса тесно взаимосвязаны между собой. Наиболее полно финансовая устойчивость предприятия может быть раскрыта на основе изучения соотношений между статьями актива и пассива баланса:

- источником финансирования долгосрочных (внеоборотных) активов служит, как правило, собственный капитал и долгосрочные кредиты и займы;
- оборотные (текущие) активы могут образовываться как за счет собственного, так и за счет заемного капитала.

К важнейшим показателям финансовой устойчивости предприятия относятся показатели обеспеченности запасов источниками финансирования.

Потребность предприятия в собственном оборотном капитале – объект планирования, отражается в его финансовом плане. Однако в силу ряда объективных причин (инфляция, рост объемов производства, задержек в оплате счетов клиентов и других причин) у предприятия возникают дополнительные потребности в оборотных средствах. В этих случаях финансовое обеспечение хозяйственной деятельности связано с привлечением заемных источников. Потребности предприятия в оборотных средствах могут покрываться также за счет выпуска в обращение долговых ценных бумаг или облигаций.

Заемные оборотные средства формируются за счет заемных средств и дополнительно привлеченных источников. Заемные средства являются платными источниками (поскольку за пользование ими необходимо уплачивать проценты), а кредиторская задолженность и другие, дополнительно привлеченные источники – бесплатными. В большинстве случаев эффективность использования заемных средств оказывается более высокой, чем собственных. Поэтому основная задача управления оборотны-

ми активами – обеспечение эффективности привлеченных заемных средств. Однако, с другой стороны, для устойчивого финансового состояния необходима значительная величина собственных оборотных средств.

Эффективное управление оборотным капиталом предприятия предполагает не только поиск и привлечение дополнительных источников финансирования, но и их рациональное размещение в активах предприятия, особенно в текущих активах. В связи с этим очень важна классификация оборотных средств по степени ликвидности и степени финансового риска. Для характеристики источников формирования запасов используются показатели, значения которых позволяют классифицировать финансовые ситуации на предприятиях и в организациях по типам финансовой устойчивости. Для этого используется трехмерный (трехкомпонентный) показатель типа финансовой устойчивости (табл. 3.2).

Таблица 3.2

Типы финансовой устойчивости

Показатель	Абсолютно устойчивое состояние	Нормальная устойчивость финансового состояния	Неустойчивое финансовое состояние	Кризисное финансовое состояние
Излишек (недостаток) собственных оборотных средств	$\geq 0$	$< 0$	$< 0$	$< 0$
Излишек (недостаток) собственных и долгосрочных заемных источников формирования запасов	$\geq 0$	$\geq 0$	$< 0$	$< 0$
Излишек (недостаток) общей величины основных источников формирования запасов	$\geq 0$	$\geq 0$	$\geq 0$	$< 0$
Трехмерный (трехкомпонентный) показатель типа финансовой устойчивости	(1, 1, 1)	(0, 1, 1)	(0, 0, 1)	(0, 0, 0)

Абсолютная и нормальная устойчивость финансового состояния характеризуются высоким уровнем прибыли и рентабельности предприятия, его высокой платежеспособностью.

Неустойчивое финансовое состояние связано с нарушением платежеспособности, при котором, тем не менее, сохраняется возможность восстановления равновесия за счет пополнения источников собственных средств и дополнительного привлечения заемных средств. Неустойчивое финансовое состояние характеризуется наличием нарушений финансовой дисциплины, перебоями в поступлении денежных средств на расчетный счет, снижением доходности деятельности предприятия.

При кризисном финансовом состоянии предприятие находится на грани банкротства, поскольку денежные средства, краткосрочные ценные бумаги и дебиторская задолженность предприятия не покрывают даже его кредиторской задолженности и просроченных ссуд. У такого предприятия существуют регулярные неплатежи (просроченные банковские ссуды, просроченная задолженность поставщикам, бюджету и внебюджетным фондам, персоналу).

Кроме того, для анализа обеспеченности активов собственными оборотными средствами используются следующие коэффициенты.

Коэффициент покрытия активов собственными оборотными средствами = Собственные оборотные средства / Валюта баланса = (Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Валюта баланса.

Показывает, какую величину активов можно обеспечить за счет собственных средств. Чем меньше этот показатель, тем меньше активов формируются за счет собственных средств и тем ниже финансовая устойчивость фирмы.

Коэффициент обеспеченности оборотных активов собственными средствами (коэффициент обеспеченности собственными средствами) = Собственные оборотные средства / Оборотные активы = (Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Оборотные активы.

В соответствии с Методическими положениями по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворенной структуры баланса, утвержденными распоряжением Федерального управления по делам о несостоятельности (бан-

кротстве) при Госкомимуществе РФ от 12.08.94 № 31-р и Методическими рекомендациями по реформе предприятий (организаций), утвержденными приказом Минэкономики РФ 01.10.97 № 118 этот коэффициент должен быть больше 0,1. Чем выше его значение (около 0,5), тем лучше финансовое состояние предприятия, тем больше у него возможностей в проведении независимой финансовой политики. Значение коэффициента обеспеченности оборотных активов собственными средствами, равное 0,5, говорит о том, что 50% оборотных активов финансируются за счет собственных средств, что характеризует предприятие как устойчивое.

Коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами (доля собственных оборотных средств в покрытии запасов) = Собственные оборотные средства / Запасы = (Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Запасы.

Этот коэффициент следует из предыдущих коэффициентов и абсолютных показателей и является одним из ключевых показателей финансовой устойчивости. Очевидно, что для отнесения предприятия к абсолютно устойчивому типу, этот коэффициент должен быть больше единицы. Однако при анализе целесообразно исходить из того, что нет необходимости обеспечения собственными средствами всех запасов, собственными источниками должны быть покрыты лишь необходимые размеры запасов. Остальные запасы можно покрывать краткосрочными заемными средствами. При этом размер запасов и затрат в большей мере соответствует обоснованной потребности в них в те периоды, когда скорость их оборота выше. Для промышленных предприятий нормальное значение этого показателя составляет около 0,6–0,8.

Коэффициент маневренности = Собственные оборотные средства / Собственный капитал = (Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Собственный капитал.

Показывает, какая доля собственных средств предприятия находится в мобильной форме, позволяющей относительно свободно маневрировать этими средствами. Низкое значение этого показателя означает, что значительная часть собственных средств предприятия закреплена в неликвидных и иммобильных ценностях.

С финансовой точки зрения повышение коэффициента маневренности и его высокий уровень всегда положительно характеризует предприятие: собственные средства при этом мобильны, большая часть их вложена не в основные средства и иные внеоборотные активы, а в оборотные активы. Поэтому рост коэффициента маневренности желателен, но в тех пределах, в каких он возможен при конкретной структуре имущества предприятия. Если коэффициент увеличивается не за счет уменьшения стоимости основных средств, а за счет получения прибыли и увеличения собственного капитала, тогда повышение коэффициента действительно свидетельствует о повышении финансовой устойчивости предприятия.

В соответствии с Методическими рекомендациями от 01.10.97 № 118, нормальным считается значение показателя, равное 0,2–0,5. Чем ближе значение показателя к 0,5, тем больше возможностей финансового маневра у предприятия. Уровень функционирующего капитала характеризует инвестиционную деятельность предприятия.

### **3.2.3**

#### **Методы анализа и оценки платежеспособности и ликвидности**

В практике финансового анализа оценка платежеспособности предприятия (организации) и ликвидности баланса проводится:

методом «чтения отчетности» и сопоставления абсолютных значений групп агрегированных показателей экономических ресурсов предприятия, сгруппированных по степени ликвидности, и соответствующих групп обязательств предприятия, объединенных по срокам их погашения;

методом коэффициентов (путем расчета показателей текущей, критической и абсолютной ликвидности, коэффициента обеспеченности денежными потоками, коэффициента реинвестирования денежных средств, рентабельности реализации на основе чистого денежного потока и рентабельности авансированного капитала на основе чистого денежного потока).

Активы баланса различаются между собой по степени их ликвидности. В этом смысле под *ликвидностью* понимают способность активов превращаться в денежные средства. Поэтому в состав высоколиквидных (наиболее ликвидных) средств вклю-

чаются сами денежные средства в кассе, на расчетных, валютных и специальных ссудных счетах в банках. В кассе денежные средства могут находиться только в пределах установленной банковским учреждением суммы, а сверхлимитные суммы допускается хранить только в течение трех дней после выдачи заработной платы. В связи с этим аналитики не принимают в расчет сумму денежных средств в кассе, так как считают, что ее величина не может оказывать серьезного влияния на результаты анализа.

В состав быстро реализуемых активов включают денежные средства в виде дебиторской задолженности, которые хотя и являются наличностью, но не могут быть использованы предприятием, пока окончательно не поступят на его расчетный счет. *Дебиторская задолженность* — денежные средства предприятия, которые пока находятся на счетах других предприятий. Некоторые аналитики включают в состав быстро реализуемых средств только краткосрочную дебиторскую задолженность, а другие — готовую продукцию и товары, которые можно легко превратить в наличность путем их продажи. Последний вариант представляется допустимым в тех случаях, когда речь идет о готовой продукции и товарах действительно пользующихся потребительским спросом. Сюда же можно включить котирующиеся, т.е. пользующиеся повышенным спросом краткосрочные ценные бумаги. К медленно реализуемым активам, относят текущие активы, которые не попали в состав наиболее ликвидных и быстро реализуемых групп: долгосрочную дебиторскую задолженность, производственные запасы, животные на выращивании и откорме, незавершенное производство, издержки обращения, которые также можно продать и превратить в наличность. Эти активы можно продать, если возникнет ситуация, требующая, чтобы предприятие срочно рассчиталось по своим обязательствам перед кредиторами, например, под угрозой банкротства, если последние обратятся в арбитражный суд с соответствующим иском. Группу трудно реализуемых средств представляют в совокупности активы первого раздела баланса, т.е. внеоборотные активы, а именно: нематериальные активы, основные средства и оборудование к установке, капитальные и долгосрочные финансовые вложения. Данную группу активов часто называют *низко ликвидной*. В каждом случае анализа следует подходить к группировке активов баланса продуманно. Например, здания и

сооружения в центре крупного города могут служить объектом повышенного спроса, в то время как помещения для скота, зернохранилища и другие помещения сельскохозяйственного назначения действительно являются *трудно реализуемыми*. Таким образом, по степени ликвидности имущество предприятия можно разделить на четыре группы.

Пассивы баланса по степени возрастания сроков погашения обязательств включают: наиболее срочные обязательства — в их состав входят кредиторская задолженность, задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов, прочие краткосрочные обязательства, ссуды, не погашенные в срок; краткосрочные пассивы, которые представляют краткосрочные займы и кредиты; долгосрочные пассивы — это долгосрочные займы и кредиты; постоянные пассивы — собственный капитал и резервы, доходы будущих периодов, резервы предстоящих расходов.

Предприятие считается ликвидным, если его текущие активы превышают его краткосрочные обязательства. Ликвидность баланса определяется как степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в деньги соответствует сроку погашения обязательств. Баланс считается ликвидным, если выполняются следующие условия:

$$\begin{aligned}A1 &\geq P1; \\A2 &\geq P2; \\A3 &\geq P3; A4 \leq P4.\end{aligned}$$

Невыполнение какого-либо из первых трех неравенств указывает на неликвидную структуру баланса.

В табл. 3.3 представлена более детальная разбивка статей бухгалтерского баланса для целей анализа ликвидности.

Очевидно, что абсолютно ликвидных предприятий немного. Кроме того, разделение активов на группы по степени ликвидности достаточно условно. В определенных условиях наиболее ликвидные активы могут стать абсолютно неликвидными, и наоборот (например, денежные средства на счетах неплатежеспособного банка становятся наименее ликвидными). Могут быть размыты границы между группами активов по степени ликвидности. Например, готовую продукцию и товары для перепродажи в зависимости от того, насколько они пользуются спросом,

## Группировка баланса для анализа ликвидности

Активы по степени ликвидности	Обязательства по срокам погашения
<p><b>A1. Наиболее ликвидные активы</b>  Денежные средства  Краткосрочные финансовые вложения:  стр. 250 + стр. 260</p> <p><b>A2. Быстро реализуемые активы</b>  Краткосрочная дебиторская задолженность  Запасы товарного типа:  готовая продукция и товары для перепродажи;  товары отгруженные;  прочие оборотные активы.  (стр. 240 + стр. 270 – стр. 244 +  + стр. 214 + стр. 215) баланса</p> <p><b>A3. Медленно реализуемые активы:</b>  Запасы нетоварного типа  НДС по приобретенным ценностям  Долгосрочная дебиторская задолженность (стр. 210 – стр. 214 – стр. 215 +  + стр. 220 + стр. 230) баланса</p> <p><b>A4. Трудно реализуемые активы</b>  Нематериальные активы  Основные средства  Незавершенное строительство  Прочие внеоборотные активы  Долгосрочные финансовые вложения  (стр. 190 баланса)</p>	<p><b>П1. Наиболее срочные обязательства</b>  Краткосрочная кредиторская задолженность  Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов  Прочие краткосрочные обязательства  стр. 620 + стр. 630 + стр. 660</p> <p><b>П2. Краткосрочные обязательства</b>  Краткосрочные заемные средства  (стр. 610) баланса</p> <p><b>П3. Долгосрочные обязательства</b>  (стр. 590) баланса</p> <p><b>П4. Постоянные обязательства</b>  Уставный капитал за вычетом выкупленных акций и задолженности участников (учредителей)  Добавочный капитал  Резервный капитал  Целевые финансирование и поступления  Нераспределенная прибыль  Доходы будущих периодов  Резервы предстоящих расходов и платежей  (стр. 490 + стр. 650) баланса</p>

можно относить и к А2, и к А3. Важно выполнение последнего неравенства, поскольку оно характеризует величину собственных оборотных средств. В то же время выполнение первого неравенства, когда денежные средства и краткосрочные финансовые вложения превышают кредиторскую задолженность, на российских предприятиях происходит довольно редко.

К коэффициентам ликвидности относятся:

1) коэффициент текущей ликвидности ( $K_{тл}$ );

2) коэффициент критической промежуточной ликвидности ( $K_{кл}$ );

3) коэффициент абсолютной ликвидности ( $K_{ал}$ ).

Коэффициент текущей ликвидности позволяет установить текущее финансовое состояние фирмы и показывает достаточность у предприятия оборотных средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств:

$$\begin{aligned} & \text{Коэффициент текущей ликвидности (полного покрытия)} = \\ & = \text{Скорректированные оборотные активы} / \text{Скорректированные} \\ & \quad \text{краткосрочные обязательства.} \end{aligned}$$

По форме баланса

$$\begin{aligned} & (\text{с. 290} - \text{стр. 220} - \text{с. 244} - \text{с.252}) / (\text{стр. 610} + \text{стр. 620} + \\ & \quad + \text{стр. 630} + \text{стр. 660}). \end{aligned}$$

Низкий уровень ликвидности может быть следствием затруднений в продаже продукции, увеличения дебиторской задолженности и др. Значение  $K_{тл} < 1$  означает, что у фирмы нет достаточного количества средств для погашения своих краткосрочных обязательств, и свидетельствует о наличии финансового риска и угрозе банкротства. Соотношение 2:1 означает нормальную степень ликвидности, когда фирма имеет достаточно средств для погашения краткосрочных обязательств; 3:1 и выше – считается нежелательным, так как может свидетельствовать о наличии у фирмы средств больше, чем она может эффективно использовать, что влечет за собой снижение показателя рентабельности активов. Превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами более чем в два раза – нежелательно, поскольку свидетельствует о нерациональном вложении предприятием своих средств и неэффективном их использовании. Вместе с тем высокое значение показателя ликвидности фирмы привлекает потенциальных инвесторов, что является положительным фактором.

В России нормальным считается значение этого коэффициента от 1 до 2 с учетом сферы деятельности и специфики бизнеса.

Коэффициент критической промежуточной ликвидности показывает отношение ликвидных средств к краткосрочной задолженности и свидетельствует о способности фирмы быстро погасить свои текущие обязательства при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами.

$$\begin{aligned} & \text{Коэффициент критической ликвидности} \\ & (\text{промежуточного покрытия}) = (\text{Денежные средства} + \\ & \quad + \text{Краткосрочные финансовые вложения} + \\ & \quad + \text{Краткосрочная дебиторская задолженность}) \text{ или} \\ & (\text{Итого оборотных активов} - \text{Запасы} - \text{НДС по приобретенным} \\ & \quad \text{ценностям} - \text{Долгосрочная дебиторская задолженность}) / \\ & \quad \text{Скорректированные краткосрочные обязательства.} \end{aligned}$$

По форме баланса

$$(\text{стр. 290} - \text{стр.210} - \text{стр. 220} - \text{стр. 230}) / (\text{стр. 610} + \text{стр. 620} + \\ + \text{стр. 630} + \text{стр. 660}).$$

Характеризует ожидаемую платежеспособность предприятия на период, равный средней продолжительности одного оборота дебиторской задолженности. В мировой практике нормой считается его значение 1–2, что следует из условия платежеспособности. В российской практике теоретически оправданные значения этого коэффициента лежат в диапазоне 0,7–0,8.

Коэффициент абсолютной ликвидности равен отношению величины наиболее ликвидных активов к сумме наиболее срочных обязательств и краткосрочной задолженности предприятие может погасить в ближайшее время.

$$\begin{aligned} & \text{Коэффициент абсолютной ликвидности (абсолютного покрытия)} = \\ & = (\text{Денежные средства} + \text{Краткосрочные финансовые вложения}) / \\ & \quad \text{Скорректированные краткосрочные обязательства.} \end{aligned}$$

По форме баланса

$$(\text{стр. 250} + \text{стр.260}) / (\text{стр. 610} + \text{стр.620} + \text{стр. 630} + \text{стр.660}).$$

Нормальное значение в мировой практике коэффициента абсолютной ликвидности 0,2–0,25. Это означает, что каждый день подлежат погашению 20–25% краткосрочных обязательств, а в случае поддержания остатка денежных средств на уровне

отчетной даты эта краткосрочная задолженность может быть погашена за 4–5 дней.

### **3.2.4**

#### **Чистые активы: экономическое и юридическое значение их анализа**

Для оценки финансового состояния фирмы важен показатель чистых активов. Величина чистых активов определяется в соответствии с приказом Министерства финансов РФ от 29.01.03 № 10-н и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ № 03-6/пз, а также ст. 35 Закона РФ «Об акционерных обществах».

Чистые активы представляют собой превышение активов предприятия над пассивами, принимаемыми в расчет и, таким образом, характеризуют его платежеспособность. В активы, участвующие в расчете, включается все имущество предприятия, за исключением задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал и балансовой стоимости собственных акций, выкупленных у акционеров. В соответствии с уточнением, НДС по приобретенным ценностям включается в активы при определении величины чистых активов только акционерных обществ.

Пассивы, участвующие в расчете, включают целевые финансирование и поступления, внешние обязательства перед банками и иными юридическими и физическими лицами, кредиторскую задолженность, резервы предстоящих расходов и платежей и прочие пассивы.

Из активов вычитаются пассивы, участвующие в расчете. Для целей анализа строится аналитическая таблица, в которой по горизонтали откладываются строки, участвующие в расчете, а по вертикали — анализируемые периоды. Положительно оценивается увеличение чистых активов в динамике.

Далее изучается за счет каких факторов произошло изменение величины чистых активов.

В акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью этот показатель, кроме экономического, имеет еще и юридический аспект: необходимо чистые активы сравнить с величиной уставного и резервного капиталов. Если чистые активы меньше суммы уставного и резервного капиталов,

то акционерное общество не имеет права выплачивать дивиденды. Если чистые активы меньше уставного капитала, то уставный капитал должен быть уменьшен до величины чистых активов. Если чистые активы меньше установленного законом минимального размера уставного капитала на протяжении двух лет, организация подлежит ликвидации.

Численно чистые активы равны величине собственного капитала за исключением целевого финансирования и поступлений, что позволяет использовать этот показатель и для анализа финансовой устойчивости. Отсюда становится понятным, что величина чистых активов может стать меньше уставного капитала только в том случае, если фирма на протяжении длительного времени получает убытки. Кроме того, в аналитических целях может быть рассчитан относительный показатель – удельный вес чистых активов в валюте баланса. Эффективность использования чистых активов характеризует показатель рентабельности чистых активов, равный отношению прибыли к чистым активам, который по смыслу приближается к рентабельности собственного капитала.

### **3.2.5**

#### **Оценка эффективности работы и деловой активности компании**

Российская экономическая теория и практика пока еще не выработали систему четких и определенных показателей для анализа и оценки деловой активности и эффективности работы предприятия. Кроме того, различные пользователи результатов анализа по-разному подходят к решению этих вопросов. Деловая активность проявляется прежде всего в динамичности развития организации, достижении поставленных ею целей, что отражается в различных показателях. К числу весьма условных, но довольно объективных показателей деловой активности и эффективности работы предприятия прежде всего относятся показатели оборачиваемости капитала и рентабельности (табл. 3.4). В процессе анализа определяются их уровень и динамика. Источники для анализа – бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках.

Деловая активность предприятия в финансовом аспекте представляется прежде всего в скорости оборота его средств, поэто-

Показатели эффективности по данным бухгалтерской отчетности

Показатель	Расчетная формула	Экономическое содержание
<i>1. Показатели оценки эффективности управления</i>		
Рентабельность основной деятельности $R_{ол}$	Стр. 050/ Стр. (020 + 030 + 040) (ф. №2)	Характеризует сумму прибыли от продаж, приходящейся на каждый рубль затрат на производство и сбыт продукции. Чем выше значение числителя и ниже знаменателя, тем рентабельнее деятельность организации. Организация должна поддерживать финансовую стратегию минимизации затрат на производство и сбыт продукции (товаров, работ, услуг)
Рентабельность продаж $R_n$	Стр. 050/ Стр. 010 (ф. № 2)	Отражает соотношение прибыли от продаж и выручки, полученной организацией в отчетном году. Определяет, сколько рублей прибыли получено организацией в результате продажи продукции (товаров, работ, услуг) на один рубль выручки. Оптимальным является пропорциональный рост показателей в числителе и знаменателе
Рентабельность инвестиций по прибыли до налогообложения $R_{инв}$	$\text{Ф. №2 стр. 140} / \text{Ф. №1 (стр. 490} + \text{стр. 590)} \cdot 100\%$	Отражает способность руководителей обеспечить высокую отдачу собственных и заемных средств, инвестированных в функционирование и развитие организации

Показатель	Расчетная формула	Экономическое содержание
Рентабельность инвестиций по чистой прибыли и с учетом платы за пользование заемными средствами $R_{инв2}$	См. табл. 3.1	
<i>2. Показатели оценки прибыльности хозяйственной деятельности</i>		
Рентабельность внеоборотного капитала $P_{вк}$	Стр.190 (ф.№2)/стр.190 (ф.№1)	Отражает эффективность использования внеоборотного капитала организации. Определяет величину прибыли, приходящейся на один рубль, вложенный во внеоборотные активы. При расчете и анализе этого показателя следует оценить реальную стоимость внеоборотных активов, имеющих на балансе организации (так как их оценка может быть занижена) и долю активной части основных средств, участвующих в производственном процессе и соответственно, приносящих прибыль
Рентабельность оборотного капитала $P_{ок}$	Стр.190 (ф.№2)/ стр.290 (ф.№1)	Отражает эффективность и прибыльность использования оборотного капитала. Определяет величину прибыли, приходящейся на один рубль, вложенный в оборотные активы

Рентабельность совокупных активов $P_{са}$	Стр.190(ф.№2) /стр.300 (ф.№1)	Характеризует эффективность и прибыльность использования всех активов организации. Отражает величину прибыли, приходящейся на один рубль, вложенный во внеоборотные и оборотные активы организации
Рентабельность акционерного капитала $P_{ак}$	Стр.190 (ф.№2)/стр.410 (ф.№1)	Характеризует эффективность вложения средств собственниками. Определяет норму прибыли на вложенные в фирму средства акционерами или учредителями. Является основным показателем в инвестиционном анализе
Рентабельность собственного капитала $P_{ск}$	Стр.190 (ф.№2)/стр. 490 – стр.252 – – стр. 244 (ф.№1)	Характеризует эффективность использования организацией ее собственного капитала. Низкое значение капитала может свидетельствовать о наличии избытка собственного капитала по отношению к заемным средствам, что с точки зрения акционеров(учредителей) подтвердит неудовлетворительность использования капитала или недостаточность привлечения заемного капитала. С другой стороны, высокое значение показателя может стать причиной нехватки капитала, которое является следствием избыточного привлечения заемных средств
<i>3. Показатели инвестиционной привлекательности, рассчитанные на основе притока денежных средств</i>		
Коэффициент обеспеченности текущих пассивов денежными потоками	$K_{обесп}$ = денежные поступления по текущей деятельности (ДПт)/ среднегодовая величина краткосрочных пассивов (КП)	Показывает, насколько предприятие было способно в рассматриваемом периоде за счет своих денежных поступлений обеспечить выполнение своих текущих обязательств, связанных с формированием пассивов. Следовательно, он дает более полное представление об уровне платежеспособности

Показатель	Расчетная формула	Экономическое содержание
Коэффициент реинвестирования денежных средств	$K_{\text{реинв}} = \frac{\text{Чистые денежные поступления по текущей деятельности} / \text{Чистый оборотный капитал}}$	<p>предприятия. В зарубежной практике норма данного коэффициента для благополучных предприятий соответствует уровню 0,4, т.е. для покрытия текущих обязательств благополучному предприятию необходимо не менее 40% собственных денежных поступлений</p> <p>Показывает, какая часть денежных средств может быть направлена на самофинансирование, что может говорить о перспективности предприятия и его предпочтительности по сравнению с другими коммерческими организациями для вложения инвестиций</p>
Рентабельность реализации на основе чистого денежного потока	$R_{\text{члп}} = \frac{\text{Чистые денежные поступления по текущей деятельности} / \text{Выручка от реализации}}$	<p>Характеризуют платежеспособность предприятия, дают представление о степени возможности предприятия обеспечить требования кредиторов, заемщиков и акционеров наличными денежными средствами</p>
Рентабельность капитала на основе чистого денежного потока	$R_{\text{кдп}} = \frac{\text{Чистые денежные поступления по текущей деятельности} / \text{Среднегодовая валюта баланса}}$	

му анализ деловой активности заключается в исследовании уровней и динамики финансовых коэффициентов оборачиваемости запасов, дебиторской задолженности, наиболее ликвидных активов.

Для оценки деловой активности могут использоваться:

1. Коэффициент оборачиваемости или оборачиваемость в оборотах:

$K_{об} = \text{Выручка от продажи} / \text{Средняя за период величина средств или их источников (т.е. какая-либо строка или сумма строк баланса)}$ .

Чем больше оборотов осуществляет имущество за анализируемый период, т.е. чем выше коэффициент оборачиваемости, тем эффективнее оно используется:

Коэффициент общей оборачиваемости капитала  
(коэффициент оборачиваемости активов) =  $\frac{\text{Выручка}}{\text{Средняя стоимость имущества}}$ .

Показывает, сколько раз в год осуществляется полный цикл деятельности. Чем больше число оборотов совершает имущество, тем меньше средств необходимо иметь фирме для оперативной текущей деятельности. Рост данного коэффициента означает ускорение кругооборота средств предприятия или инфляционный рост цен (в случае снижения рентабельности капитала и рентабельности внеоборотных активов). Показатель деловой активности имеет большое аналитическое значение, так как он тесно связан с прибыльностью организации, а следовательно, влияет на результативность финансово-хозяйственной деятельности. Значение показателя менее единицы говорит о том, что имущество предприятия не успевает сделать ни одного оборота за год.

2. Средний срок (продолжительность) оборота или оборачиваемость в днях:

$$T_{об} = \frac{T \cdot \text{Средняя за период величина средств или их источников}}{\text{Выручка от продажи}},$$

где  $T$  – рассматриваемый отчетный период в днях (360 дней – год, 90 дней – квартал, 30 дней – месяц).

Средний срок оборота показывает, за сколько дней совершит рассчитываемый элемент один полный оборот. Чем мень-

ше величина показателя, тем более эффективно происходит использование имущества. В некоторых случаях при расчете оборачиваемости вместо выручки от реализации может использоваться себестоимость от реализации. В табл. 3.5 приведены показатели, характеризующие деловую активность операционной и финансовой деятельности, а также качество управления ресурсами.

Фактором повышения деловой активности предприятия является ускорение оборачиваемости оборотных активов. Ускорение оборачиваемости уменьшает потребность в оборотных активах, позволяет предприятиям высвободить часть оборотных средств для непроизводственных, долгосрочных производственных нужд предприятия, для дополнительного выпуска продукции. В результате ускорения оборачиваемости меньше требуется запасов сырья, материалов, заделов незавершенного производства, а значит, высвобождаются и денежные ресурсы, вложенные в эти запасы. В результате улучшается финансовое состояние предприятия.

Увеличение числа оборотов достигается за счет сокращения времени производства и времени обращения. Чтобы сократить время производства, необходимо совершенствовать технологию, механизировать и автоматизировать труд. Сокращение времени обращения достигается развитием специализации и кооперирования, улучшением прямых связей между предприятиями, ускорением транспортировки, документооборота и расчетов.

К основным причинам, влияющим на величину и скорость оборота оборотных средств предприятия, помимо инфляции, относятся:

- масштаб деятельности предприятия: малый, средний, крупный бизнес (у мелких предприятий оборачиваемость средств, как правило, выше);

- отраслевая принадлежность предприятия (производственный цикл у торговых предприятий значительно короче, чем у промышленных или строительных предприятий, поэтому и скорость оборота в торговле выше);

  - длительность производственного цикла;

  - количество и разнообразие потребляемых видов ресурсов;

  - география потребителей продукции, поставщиков и смежников;

  - система расчетов за товары, работы и услуги;

Таблица 3.5

## Показатели деловой активности и качественные показатели

Показатель	Расчетная формула	Экономическое содержание
<i>Деловая активность операционной и финансовой деятельности</i>		
Продолжительность операционного цикла (срок оборота запасов и краткосрочной дебиторской задолженности)	$T_{\text{пр. цикла}} = 360 \times (\text{ф. № 1 стр. 210} + \text{стр. 240}) / \text{ф. № 2 стр. 010}$	Сокращение операционного и финансового циклов рассматривается как ускорение оборачиваемости средств и повышение деловой активности организации
Продолжительность финансового цикла (продолжительность операционного цикла за вычетом срока оборота кредиторской задолженности)	См. табл. 3.1	
<i>Качественные показатели использования различных видов экономических ресурсов предприятия</i>		
Темпы роста производительности труда (ПТ) за рассматриваемый период	См. табл. 3.1	Положительные (>100%) темпы роста ПТ говорят об интенсивном пути развития предприятия и наличии у него потенциальных резервов повышения прибыльности
Фондоотдача		Характеризует объем вырученных денежных средств с каждого рубля, вложенного в ОС предприятия

платежеспособность клиентов (просроченная и сомнительная дебиторская задолженность значительно затормаживают скорость оборота);

качество банковского обслуживания;

темпы роста производства и реализации продукции (увеличение производства и реализации при прочих равных условиях ведут к увеличению оборачиваемости);

учетная политика предприятия;

квалификация руководителей предприятия.

### 3.2.6

#### **Факторный анализ финансовой результативности**

Для поиска путей повышения рентабельности каждый из исходных показателей раскладывается на факторы (внутренние и внешние). Для рентабельности продаж основным *внешним* фактором является финансовая производительность (дефлятор) цены. Определяется по каждому ресурсу как отношение его цены к цене единицы ресурса, используемого на его производство. Финансовая производительность характеризует меру возмещения дополнительных затрат в цене реализуемой продукции в результате удорожания себестоимости (затрат ресурсов за счет роста цен на ресурсы).

Условие процветания крупного предприятия – расширение рынков сбыта продукции за счет снижения цены на товары. Если это не сопровождается снижением цен на потребляемые ресурсы, то роль дефлятора цены в формировании доходности предприятия понижается. В этом случае необходим контроль за изменениями внутренних факторов. Из них положительное влияние на рентабельность продаж оказывают: снижение материалоемкости и трудоемкости продукции, повышение фондоотдачи основных средств и др.

На уровень и динамику показателей рентабельности оказывает влияние вся совокупность факторов производственно-хозяйственной деятельности.

Факторные модели представляют собой аналитический инструмент, позволяющий выявлять причины (факторы), влияющие на обобщающий результативный показатель, например рентабельность активов, и количественно оценивать влияние

каждого из них на изменение результирующего показателя. Факторные модели различаются по количеству и уровню факторов. Наиболее обобщенные модели включают минимальное количество укрупненных факторов, которые условно можно назвать факторами первого уровня. В результате детализации обобщенной модели несколько факторов первого уровня заменяются их выражением через частные факторы второго уровня. Процесс детализации может быть использован многократно, за счет чего количество факторов в модели увеличивается. Уровень детализации факторов зависит от задач, решаемых руководством предприятия на основе аналитической информации. Для общей оценки ситуации на предприятии с точки зрения эффективности работы достаточно изучения влияния укрупненных факторов. Для принятия конкретных управленческих решений, направленных на позитивное изменение неблагоприятной с точки зрения эффективности ситуации, требуется проведение аналитических расчетов на основе существенно детализированной факторной модели.

Для факторного анализа комплексного показателя финансово-хозяйственной деятельности предприятия – рентабельности активов – в практике анализа применяется несколько видов многофакторных моделей.

1. Двухфакторная модель (влияние рентабельности продаж и оборачиваемости активов на общий уровень рентабельности активов).

В качестве прибыли может браться для анализа чистая, валовая или балансовая прибыль, единственным условием является применение одного и того же показателя во всех расчетах, связанных с комплексным анализом для сопоставимости расчетов. Общая рентабельность капитала или активов предприятия определяется как отношение прибыли к средней величине стоимости активов предприятия, т.е. среднему арифметическому значений на начало и конец отчетного периода. Однако в таком виде использовать формулу для целей факторного анализа экономически неверно, так как из нее следует, что увеличение стоимости активов предприятия ведет к снижению рентабельности его активов, но в то же время именно благодаря внедрению новой капиталоемкой техники и технологии можно добиться повышения производительности труда, увеличения объемов производства и соответственно роста прибыли и рентабельности.

Поэтому для целей факторного анализа формулу расчета необходимо преобразовать, поделив соответственно числитель и знаменатель на объем реализованной продукции

$$P_k = \frac{P/\Pi}{K/\Pi} = P_\pi \cdot \text{Об.} \quad (3.1)$$

Данная формула представляет собой двухфакторную модель для анализа рентабельности капитала предприятия.

2. Трехфакторная модель (влияние рентабельности продаж, фондоемкости внеоборотных активов и оборотных средств на общий уровень рентабельности активов).

Модель получается путем преобразования формулы (3.1) и разложения активов на внеоборотные и оборотные. В результате в знаменателе получаем факторы фондоемкости внеоборотных активов и емкости оборотных активов (или обратные им показатели фондоотдачи):

$$P_k = \frac{P/\Pi}{K/\Pi};$$

$$P_k = \frac{P_\pi}{\lambda_F + \lambda_E}. \quad (3.2)$$

3. Пятифакторная модель (влияние удельного веса материальных затрат, затрат на оплату труда и амортизации основных фондов в выручке от продаж, фондоемкости внеоборотных активов и оборотных активов на общий уровень рентабельности активов) — упрощенная модель, в которой затраты на производство и реализацию (себестоимость продукции) складываются из трех составляющих: материальных затрат, затрат на оплату труда и амортизации внеоборотных активов;

$$P_k = \frac{P/\Pi}{K/\Pi} = \frac{(\Pi - S)/\Pi}{\lambda_F + \lambda_E} = \frac{1 - M/\Pi - OT/\Pi - A/\Pi}{\lambda_F + \lambda_E},$$

$$P_k = \frac{1 - K_M - K_{OT} - K_A}{\lambda_F + \lambda_E}. \quad (3.3)$$

4. Семифакторная модель является развитием 5-факторной модели добавлением влияния доли прочих затрат по обычным видам деятельности и доли сальдо прочих доходов и расходов, не связанных непосредственно с обычными видами деятельности, в выручке от продаж на общую рентабельность капитала:

$$P_k = \frac{1 - K_M - K_{от} - K_a - K_{пр} - K_{сальдо}}{\lambda_F + \lambda_E}, \quad (3.4)$$

- где  $P_k$  – рентабельность капитала ( всех активов предприятия);  
 $P_p$  – рентабельность продукции;  
 Об – оборачиваемость всех активов предприятия;  
 $\lambda_F$  – фондоемкость внеоборотных активов;  
 $\lambda_E$  – фондоемкость оборотных активов;  
 $K_M$  – удельный вес материальных затрат в выручке от продаж;  
 $K_{от}$  – удельный вес затрат на оплату труда в выручке от продаж;  
 $K_a$  – удельный вес амортизации основных фондов в выручке от продаж;  
 $K_{пр}$  – удельный вес прочих затрат по обычным видам деятельности в выручке от продаж;  
 $K_{сальдо}$  – доля сальдо прочих доходов и расходов, не связанных непосредственно с обычными видами деятельности, в выручке от продаж.

Для  $N$ -факторной модели общее количество вариантов соотношений динамики результирующего показателя и показателей-факторов рассчитывается по формуле  $2 \cdot (2^N - 1)$ .

В ходе проведения факторного анализа необходимо сначала идентифицировать динамическую ситуацию в отчетном периоде на основе  $N$ -факторной модели и дать ей оценку с точки зрения причин роста или снижения результирующего показателя (рентабельности активов) и возможностей повышения эффективности работы предприятия в будущих периодах. Для идентификации варианта соотношения динамики используется многокомпонентный ( $N+1$  компонент) показатель (код ситуации), представляющий собой некоторую комбинацию из нулей и единиц, соответствующих динамике результирующего показателя (рентабельности активов) и ее факторов. Единица соответствует росту показателя в отчетном периоде по сравнению с предыдущим, нуль – соответственно его снижению.

Рассмотрим решение производственной задачи с применением трехфакторной модели рентабельности активов Шеремета.

Требуется проанализировать влияние рентабельности продукции, фондоемкости основных производственных и оборотных средств на изменение коэффициента общей рентабельности предприятия (рентабельности активов) (табл. 3.6).

Таблица 3.6

Исходные данные

Показатель	Обозначение	Бизнес-план (0)	Фактические данные (1)	Отклонение
Рентабельность всех активов (капитала)	$P_k$	0,3663	0,3662	-0,0001
Рентабельность продукции	$P_n$	0,226	0,227	+0,001
Фондоемкость основных производственных фондов	$\lambda_F$	0,423	0,418	-0,005
Фондоемкость оборотных активов	$\lambda_E$	0,192	0,203	+0,011

Для факторной модели (3.2) возможны 14 различных варианта соотношений динамики результирующего показателя (рентабельности активов) и трех показателей-факторов. Расчет влияния факторов проведем с помощью метода целных подстановок.

Изменение рентабельности всех активов в отчетном периоде по сравнению с бизнес-планом за счет изменения рентабельности продаж:

$$\Delta P_k P_n = \frac{P_n(1)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} - P_k(0);$$

$$0,227 \cdot (0,423 + 0,192) - 0,3663 = +0,0018.$$

Изменение рентабельности всех активов в отчетном периоде по сравнению с бизнес-планом за счет изменения фондоемкости внеоборотных активов:

$$\Delta P_k(\lambda_F) = \frac{P_n(1)}{\lambda_F(1) + \lambda_E(0)} - \frac{P_n(1)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)};$$

$$0,227 : (0,418 + 0,192) - 0,227 : (0,423 + 0,192) = +0,004.$$

Изменение рентабельности всех активов в отчетном периоде по сравнению с бизнес-планом за счет изменения фондоемкости оборотных активов:

$$\Delta P_k(\lambda_E) = P_k(1) - \frac{P_n(1)}{\lambda_F(1) + \lambda_E(0)};$$

$$0,3662 - 0,227 : (0,418 + 0,192) = -0,0059.$$

Общее изменение рентабельности всех активов в отчетном периоде по сравнению с бизнес-планом:

$$\Delta P_k = \Delta P_k(P_n) + \Delta P_k(\lambda_F) + \Delta P_k(\lambda_E);$$

$$0,0018 + 0,004 - 0,0059 = -0,0001.$$

Для характеристики общей структурной картины влияния изменений факторов на изменение результативного показателя определяются доля изменения рентабельности всех активов за счет изменения каждого фактора (табл. 3.7).

Таблица 3.7

#### Результаты расчетов

Показатель	Абсолютное значение	В % к общему изменению рентабельности всех активов
1. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения рентабельности продаж	+0,0018	18
2. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения фондоемкости внеоборотных активов	+0,004	40

Показатель	Абсолютное значение	В % к общему изменению рентабельности всех активов
3. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения фондоемкости оборотных активов	-0,0059	59
4. Общее изменение рентабельности всех активов	-0,0001	100

**Выводы.** Таким образом, на изменение рентабельности всех активов в отчетном периоде по сравнению с бизнес-планом на 0,01% повлияли все три исследуемых фактора: положительное действие оказало увеличение рентабельности продаж на 0,18% и сокращение фондоемкости внеоборотных активов на 0,4%, при одновременном отрицательном влиянии снижения оборачиваемости оборотных активов на 0,59%. В результате решающим фактором явилось влияние сокращения оборачиваемости оборотных активов, и общая рентабельность активов предприятия снизилась на 0,01%.

Рассмотрим решение производственной задачи с применением semifакторной модели рентабельности активов Шеремета. Необходимо проанализировать влияние удельного веса материальных затрат, затрат на оплату труда, амортизации основных фондов, доли прочих затрат по обычным видам деятельности и доли сальдо прочих доходов и расходов, не связанных непосредственно с обычными видами деятельности, в выручке от продаж, фондоемкости внеоборотных активов и оборотных активов на общий уровень рентабельности активов.

Факторная модель (3.4) для целей управления предприятием (оценки факторных влияний на финансовые результаты отчетного периода и планирования параметров деятельности на предстоящий период) позволяет установить комплексное воздействие на состояние различных групп активов предприятия и на структуру затрат с целью достижения намеченного уровня рентабельности активов. Для факторной модели (3.4) возможны 254 различных варианта соотношений динамики результирующего показателя (рентабельности активов) и 7 показателей-факторов (табл. 3.8).

## Исходные данные

Показатель	Обозначение	Прошлый год (0)	Отчетный год (1)
Чистая прибыль	Р	10174	16225
Выручка от продаж	П	56273	92346
Материальные затраты	М	30707	42014
Расходы на оплату труда и социальные нужды	ОТ	2566 + 944	3412 + 1294
Амортизация	А	818	783
Прочие затраты	П <sub>р</sub>	2908	4379
Сальдо прочих доходов и расходов	Сальдо	(3941--3587) + + (201 - 502)	(2728--2456) + + (581 - 2168)
Внеоборотные активы	$F_v$	12446	12985
Оборотные активы	$E_{об}$	18143	32962
Активы	$F_v + E_{об}$	30589	45947

Для идентификации варианта соотношения динамики используем 8-компонентный показатель (код ситуации), представляющий собой некоторую комбинацию нулей и единиц, соответствующих динамике рентабельности активов и ее факторов. Единица соответствует росту показателя в отчетном периоде по сравнению с предыдущим, нуль – его снижению. Идентификационный код динамической ситуации (0,0,0,0,0,0,1,1) означает, что рост рентабельности всех активов в отчетном периоде по сравнению с предыдущим периодом на 6%  $((1,06-1) \cdot 100\%)$  обусловлен одновременным снижением доли материальных затрат, затрат на оплату труда и отчислений на социальные нужды, сокращением доли амортизационных отчислений и прочих затрат по обычным видам деятельности и сокращением фондоемкости внеоборотных активов. Отрицательное воздействие на рентабельность активов оказало значительное увеличение доли отрицательного сальдо прочих доходов и расходов и увеличение фондоемкости оборотных активов (сокращение оборачиваемости оборотных средств).

После идентификации динамической ситуации производится количественная оценка влияния изменения каждого показателя-фактора на результирующий показатель с помощью метода цепных подстановок (табл. 3.9).

1. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли материальных затрат в выручке

$$\Delta R_K(K_M) = \frac{1 - K_M(1) - K_{от}(0) - K_a(0) - K_{пр}(0) + K_{сальдо}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} - P_K(0) = \frac{\Delta K_M}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)}$$

2. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли затрат на оплату труда в выручке

$$\Delta R_K(K_{от}) = \frac{1 - K_M(1) - K_{от}(1) - K_a(0) - K_{пр}(0) + K_{сальдо}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} - \frac{\Delta K_{от}}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)}$$

3. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли амортизационных отчислений в выручке

$$\Delta R_K(K_a) = \frac{1 - K_M(1) - K_{от}(1) - K_a(1) - K_{пр}(0) + K_{сальдо}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} - \frac{1 - K_M(1) - K_{от}(1) - K_a(0) - K_{пр}(0) + K_{сальдо}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} = \frac{-\Delta K_a}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)}$$

4. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли прочих затрат в выручке

$$\Delta R_K(K_{пр}) = \frac{1 - K_M(1) - K_{от}(1) - K_a(1) - K_{пр}(0) + K_{сальдо}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} - \frac{1 - K_M(1) - K_{от}(1) - K_a(1) - K_{пр}(0) + K_{сальдо}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} = \frac{-\Delta K_{пр}}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)}$$

Таблица 3.9

Результаты оценки динамической ситуации

Показатель	Обозначение и расчет	Прошлый год	Отчетный год	Индекс изменения показателя гр.4/гр.3
Доля материальных затрат в выручке	$K_M = M/П$	0,54	0,45	0,83
Доля затрат на оплату труда в выручке	$K_{от} = OT/П$	0,06	0,05	0,83
Доля амортизационных отчислений в выручке	$K_a = A/П$	0,01	0,008	0,8
Доля прочих затрат в выручке	$K_{пр} = П_r/П$	0,05	0,047	0,94
Доля сальдо прочих доходов и расходов в выручке	$K_{сальдо} = Сальдо/П$	0,001	-0,01412	-14,12
Фондоёмкость внеоборотных активов	$\lambda_F = F_v/П$	0,22	0,14	0,64
Фондоёмкость оборотных активов	$\lambda_E = E_{об}/П$	0,32	0,36	1,13
Рентабельность всех активов	$P_K = P/(F_v + E_{об})$	0,33	0,35	1,06
Код варианта соотношений динамики	(0,0,0,0,0,0,1,1)			

5. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли сальдо прочих доходов и расходов в выручке

$$\Delta P_K(K_{\text{сальдо}}) = \frac{1 - K_M(1) - K_{\text{от}}(1) - K_A(1) - K_{\text{пр}}(0) + K_{\text{сальдо}}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} - \frac{1 - K_M(1) - K_{\text{от}}(1) - K_A(1) - K_{\text{пр}}(0) + K_{\text{сальдо}}(0)}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)} = \frac{-\Delta K_{\text{пр}}}{\lambda_F(0) + \lambda_E(0)}$$

6. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения фондоемкости внеоборотных активов

$$\Delta P_K(\lambda_F) = \frac{P_{\text{п}}(1)}{\lambda_F(1) + \lambda_E(0)} - \frac{P_{\text{п}}(1)}{\lambda_F(1) + \lambda_E(0)}$$

7. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения оборачиваемости оборотных активов:

$$\Delta P_K(\lambda_{E\text{об}}) = P_K(1) - P_{\text{п}}(1) \lambda_{F(1)} + \lambda_{E(0)}$$

Общее изменение рентабельности активов равняется сумме частных факторных изменений, которые могут быть определены как в абсолютном выражении, так и в процентах к общему изменению рентабельности активов. Результаты расчетов факторных влияний на изменение рентабельности всех активов оформляются в виде аналитической таблицы. 3.10.

Таблица 3.10

**Анализ факторных влияний на изменение рентабельности всех активов**

Показатель	Абсолютное значение	В % к общему изменению рентабельности всех активов
1. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли материальных затрат в выручке	+0,47	+88
2. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли затрат на оплату труда в выручке	+0,02	+4
3. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли амортизационных отчислений в выручке	+0,004	+1

Показатели	Абсолютное значение	В % к общему изменению рентабельности всех активов
4. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли прочих затрат в выручке	+0,005	+1
5. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения доли сальдо прочих доходов и расходов в выручке	-0,026	-5
6. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения отдачи внеоборотных активов	+0,14	+26
7. Изменение рентабельности всех активов за счет изменения оборачиваемости оборотных активов	-0,6	-15
8. Общее изменение рентабельности всех активов ( $\Sigma$ п. 1-7)	+0,02	100%

На основании выполненного факторного анализа можно сделать следующее заключение. За анализируемый период общая рентабельность предприятия повысилась на 2%. Это связано с увеличением выручки от продаж и снижением доли основных затрат материалов, заработной платы, амортизации, прочих затрат в выручке, а также со снижением фондоемкости основного капитала (внеоборотных активов предприятия). Решающим положительным фактором явилось снижение материалоемкости продукции, что обеспечило 88% прироста общей рентабельности предприятия. Негативными факторами анализируемого периода были отрицательное сальдо от прочей деятельности и снижение оборачиваемости оборотного капитала (повышение фондоемкости оборотных активов), которые обеспечили 20% понижающего воздействия на общую рентабельность предприятия.

### Модель Дюпона

Модель Дюпона представляет собой прием модифицированного факторного анализа, позволяющего определить, за счет каких факторов происходило изменение рентабельности. Идея этого анализа была предложена менеджерами компании Дюпон («DU Pont»).

В мировой практике широко применяется анализ по данной методике. Использование факторного анализа позволяет оценить, в какой мере показатель  $R_{ск}$  (рентабельность собственного капитала по чистой прибыли) зависит от трех показателей, к которым относятся:

- 1)  $R_n$  – рентабельность продаж по чистой прибыли;
- 2)  $K_{об}$  – коэффициент общей оборачиваемости капитала (общая капиталоотдача);
- 3)  $K_{1/авт}$  – коэффициент финансовой зависимости (мультипликатор собственного капитала), обратный коэффициенту автономии.

Формула Дюпона выглядит следующим образом:

$$R_{ск} = R_n \cdot K_{об} \cdot K_{1/авт},$$

где  $K_{1/авт} = \text{Активы} / \text{Собственный капитал}$  – показатель финансовой зависимости предприятия от заемных источников.

Факторный анализ по формуле Дюпона проводится аналогичным образом, как и по моделям Шеремета.

### **Финансовый рычаг**

Финансовый рычаг, или леверидж показывает взаимосвязь между прибылью и соотношением собственного и заемного капитала. Финансовый рычаг позволяет потенциально влиять на прибыль предприятия путем изменения объема и структуры собственного и заемного капитала, т.е.

$$\text{Финансовый леверидж} = \frac{\text{Темп прироста чистой прибыли}}{\text{Темп прироста валовой прибыли}}.$$

Превышение темпа прироста чистой прибыли над темпом прироста валовой прибыли обеспечивается за счет эффекта финансового рычага, одной из составляющих которого является его плечо (ПФР). Увеличивая или уменьшая ПФР в зависимости от сложившихся условий, можно влиять на прибыль и доходность собственного капитала. Соотношения финансового рычага отражают сравнительные размеры претензий на активы компании со стороны ее совладельцев и кредиторов. Взятые в

долг деньги, позволяют умножить финансовую силу заемщика путем инвестирования в проекты, которые могут принести прибыль. Возрастание финансового левериджа сопровождается повышением степени финансового риска, связанного с возможным недостатком средств для выплаты процентов по кредитам и займам. Эффект финансового рычага (ЭФР) рассчитывается по формуле:

$$\text{ЭФР} = (R_{\text{общ}} - C\%) \cdot \text{ПФР},$$

где  $R_{\text{общ}}$  – экономическая рентабельность совокупного капитала (Чистая прибыль / Среднегодовая сумма всего капитала);

$C\%$  – средневзвешенная ставка процента по привлеченным заемным средствам;

ПФР – плечо финансового рычага (Заемные средства/ Собственные средства).

Итак, ЭФР показывает, на сколько процентов увеличивается рентабельность собственного капитала за счет привлечения заемных средств в оборот предприятия, т.е.

$$R_{\text{ск}} = R_{\text{общ}} \cdot \text{ЭФР}.$$

Экономический смысл положительного значения ЭФР состоит в том, что повышение рентабельности собственного капитала может быть достигнуто путем расширения заемного финансирования (реструктуризации капитала и долгов). В то же время излишнее привлечение заемных средств может иметь для предприятия как позитивные, так и негативные последствия.

### ***Контрольные вопросы***

1. Какие этапы включает экспресс-оценка финансового состояния предприятия?
2. Каковы основные направления, рекомендуемые для экспресс-оценки финансового состояния предприятия?
3. Какими показателями может быть охарактеризовано имущественное положение бизнеса?
4. Какие индикаторы используются для оценки финансового положения организации?
5. Что представляют собой проблемные статьи в отчетности?

6. Как может быть оценена результативность финансово-хозяйственной деятельности организации?
7. Что представляет собой деловая активность организации и в каких случаях ее оценка влияет на стоимость бизнеса?
8. Как влияет организационно-правовая форма управления бизнеса на выбор показателей экспресс-оценки его финансового состояния?
9. Какие показатели могут быть использованы для оценки эффективности использования экономического потенциала и инвестиционной привлекательности бизнеса?
10. Какова цель комплексного анализа финансового состояния бизнеса?
11. Каковы основные направления комплексного анализа финансового состояния бизнеса?
12. С использованием каких подходов проводится анализ финансовой устойчивости в экономической практике?
13. Какой бизнес можно назвать финансово устойчивым?
14. Каковы показатели, характеризующие финансовую устойчивость? Объясните их экономическое содержание.
15. От чего зависит обоснованность выводов относительно оптимальности структуры источников финансирования предпринимательской деятельности?
16. Какие факторы определяют дополнительные критерии оценки (поправки) финансовой устойчивости бизнеса?
17. Какие типы финансовой устойчивости бизнеса вам известны? Дайте их характеристики.
18. В чем состоит отраслевая специфика финансовой устойчивости?
19. Как влияют на финансовую устойчивость компании масштаб ее бизнеса и тип организационной структуры управления?
20. Что представляет собой платежеспособность организации, и какие показатели могут быть использованы для ее оценки?
21. Какие методы оценки ликвидности баланса организации вам известны?
22. Что представляют собой неликвидные активы?
23. Какие коэффициенты используются в экономической практике для оценки платежеспособности компании?
24. Существуют ли критерии у показателей платежеспособности? От каких факторов они зависят?

25. Что представляют собой чистые активы организации?
26. Как влияют на оценку бизнеса размер и динамика чистых активов?
27. Каковы показатели деловой активности бизнеса?
28. Что представляет собой оборачиваемость средств?
29. Какие качественные показатели использования экономических ресурсов предприятия могут служить оценкой деловой активности?
30. В чем заключается факторный анализ финансовой результативности?
31. Какие наиболее известные в экономической практике факторные модели анализа вам знакомы?

# Тема 4

## Анализ и прогнозирование скрытого или явного банкротства

Переход предприятия от периода стабильности деятельности к улучшению или значительному ухудшению представляет собой кризисную ситуацию, требующую адекватного реагирования со стороны высшего менеджмента предприятия. Под *банкротством* принято понимать финансовый кризис, т.е. неспособность предприятия выполнять свои текущие обязательства, расплачиваться по долгам. На самом деле предприятие может испытывать экономический кризис, когда неэффективно используются материальные ресурсы или управленческий, когда неэффективно реализуются человеческие ресурсы. Последнее — следствие низкой компетентности менеджеров, неадекватно принимаемых управленческих решений требованиям окружающей среды и изменениям внутри фирмы.

Появление методик по диагностике финансового положения хозяйствующих субъектов, было вызвано необходимостью оценки деловых партнеров предприятий и организаций по товарным и финансовым рынкам, платежеспособности и кредитоспособности их как заемщиков, а также потребностью проведения государственной антикризисной политики, формирования системы мониторинга экономически и социально значимых предприятий и организаций под руководством Федеральной службы по финансовому оздоровлению и банкротству РФ (ФССФО России).

Однако все известные методики из-за отсутствия достаточной формализации ситуаций носят субъективный характер и поэтому сильно зависят от субъекта анализа, его опыта, профессионализма, квалификации и просто личного мнения аналитика.

Кризисная экономика России нуждается в такой методике, которая бы наиболее реально отражала финансовое состояние

предприятий (организаций). Однако попытка создания универсальной методики, удовлетворяющей разным сферам экономики, представляется сомнительной уже в силу того, что слишком велики отличия структуры капитала предприятий и организаций.

Для определения характера несостоятельности предприятия и оценки вероятности банкротства все методики рекомендуется рассматривать как минимум в трех аспектах: официальные индикаторы банкротства – методики и критерии, рекомендованные и утвержденные государственными органами или уполномоченными организациями в соответствующей сфере; качественный анализ функционирования предприятия и количественные модели диагностики банкротства.

## **4.1 Официальные индикаторы банкротства**

К основным официальным методикам анализа и оценки финансового состояния организации относятся:

1. Методика оценки удовлетворительности структуры баланса (утверждена постановлением Правительства РФ «О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий» от 20.05.94 № 498).

2. Методические указания ФСФО России по проведению анализа финансового состояния организаций (утверждены приказом ФСФО от 23.01.01 № 16).

3. Методические рекомендации по разработке финансовой политики предприятия (утверждены приказом Минэкономразвития России от 01.10.97 № 118).

4. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций (авторы А.Д. Шеремет и Е.В. Негашев, рекомендована Методическим советом Минфина России по бухгалтерскому учету в качестве типовой для коммерческих организаций в 2003 г.).

5. Правила проведения арбитражным управляющим финансового анализа (утверждены постановлением Правительства РФ «Об утверждении правил проведения арбитражным управляющим финансового анализа» от 25.06.03 № 367).

Таблица 4.1

## Показатели оценки удовлетворительности структуры баланса

Показатель	Расчетная формула	Экономическое содержание	Нормативное значение $K_{\text{норм.}}$
Коэффициент текущей ликвидности K1	Стр. 290/(стр. 690 – стр. 640)	Отражает обеспеченность организации оборотными средствами для погашения текущих краткосрочных обязательств. Если доля высоколиквидных активов в имуществе значительна, степень риска неплатежеспособности минимальна	2,0
Коэффициент обеспеченности собственными средствами K2	Стр. (490 – стр. 190)/стр. 290	Устанавливает обеспеченность организации собственными средствами для пополнения оборотных средств и ведения хозяйственной деятельности	0,1
Коэффициент восстановления платежеспособности K3	$(K1_{\text{к.п.}} + 6 \cdot T(K1_{\text{к.п.}} - K1_{\text{н.п.}})) / K_{\text{норм.}}$	Рассчитывается с учетом коэффициента текущей ликвидности за период, равный 6 мес., если K1 и K2 имеют значения меньше нормативных. Превышение нормативного значения ( $K3 > 1$ ) свидетельствует о возможности восстановления организации своей платежеспособности (ликвидности), и наоборот; T – значение отчетного периода в месяцах	1,0
Коэффициент утраты платежеспособности K4	$(K1_{\text{к.п.}} + 3 \cdot T(K1_{\text{к.п.}} - K1_{\text{н.п.}})) / K_{\text{норм.}}$	Рассчитывается с учетом коэффициента текущей ликвидности за период, равный 3 мес., если K1, K2 равны или превышают нормативную величину. Превышение нормативного значения ( $K4 > 1$ ) свидетельствует о возможности сохранить платежеспособность в течение 3 мес., и наоборот	1,0

6. Методика анализа и оценки финансового состояния ФГУПов и ОАО с долей федеральной собственности (утверждена распоряжением Минимущества России «Об утверждении методических рекомендаций по организации и проведению анализа эффективности федеральных государственных унитарных предприятий и открытых акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности» от 10.07.2000 № 183-р).

7. Указания Центрального банка РФ «О критериях определения финансового состояния кредитных организаций» от 31.03.2000 № 766-у.

8. Методика прогнозирования банкротства для профессиональных бухгалтеров и аудиторов (авторы В.В. Ковалев и др., рекомендована Ассоциацией бухгалтеров и аудиторов «Содружество» в качестве практического пособия, 2003 г.).

9. Методика анализа и оценки финансового состояния и платежеспособности стратегических предприятий и организаций (приказ Минэкономразвития России от 21.04.06 №104).

Рассмотрим более подробно некоторые из них.

1. Методика оценки удовлетворительности структуры баланса. Подход к прогнозированию вероятности банкротства определен первой официальной методикой оценки удовлетворительности структуры баланса предприятия. Постановлением Правительства РФ «О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий» от 20.05.94 № 498 утверждена система критериев неудовлетворительной структуры баланса неплатежеспособных предприятий (см. табл. 4.1).

При расчете коэффициентов принимается во внимание задолженность государства перед предприятиями. Сумма государственной задолженности дисконтируется по ставке ЦБ РФ на момент возникновения задолженности и вычитается из дебиторской и кредиторской задолженности.

По результатам расчетов может быть принято решение (табл. 4.2). Опыт, накопленный практикой становления рыночной экономики в Российской Федерации, показал, что официальная методика оценки удовлетворительности структуры баланса имеет существенные недостатки, поэтому в соответствии с законом о банкротстве 1998 г. оценка по установленным критериям носит рекомендательный характер.

Структура баланса

K1 < 2 или K2 < 0,1 Структура баланса неудовлетворительная		K1 ≥ 2 и K2 ≥ 0,1 Структура баланса удовлетворительная	
Рассчитывается коэффициент восстановления платежеспособности		Рассчитывается коэффициент утраты платежеспособности	
K3 < 1 Предприятие может быть признано неплатежеспособным	K3 > 1 Признание структуры баланса неудовлетворительной, а предприятия – неплатежеспособным откладывается на срок до 6 мес.	K4 < 1 Предприятие ставится на учет в органы антикризисного управления и в течение 3 мес. контролируется изменение его показателей платежеспособности	K4 > 1 Предприятие является платежеспособным

2. Методика ФСФО по проведению анализа финансового состояния организаций. Приказом ФСФО России от 23.02.01 № 16 утверждены Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций для организации экспертизы, состоящие из 26 показателей и характеризующие платежеспособность, финансовую устойчивость, деловую и инвестиционную активность, эффективность деятельности. К сожалению, данный нормативный документ не дает конкретных критериев оценки банкротства предприятия, а указывает на основные тенденции изменения показателей, которые необходимо изучать в динамике (табл. 4.3).

3. Методические рекомендации по разработке финансовой политики предприятия. Приказом Минэкономразвития России от 01.10.97 № 118 утверждены Методические рекомендации по разработке финансовой политики предприятия. В табл. 4.4 перечислены показатели, которые рекомендовалось использовать при разработке финансовой политики предприятия и в целом для диагностики финансового состояния предприятия.

Показатели для проведения анализа финансового состояния организации  
в соответствии с методическими указаниями ФСФО РФ от 23.01.2001 № 16

№ п/п	Показатель	Формула расчета	Комментарий
<i>1. Общие показатели</i>			
K1	Среднемесячная выручка	Валовая (брутто) выручка по оплате / Число месяцев в периоде	Объем доходов за период, включая НДС, акцизы и другие платежи, получаемый организацией в среднем за месяц. Чем выше среднемесячная выручка по сравнению с другими организациями, тем шире масштаб бизнеса организации.
K2	Доля денежных средств в выручке	Денежные средства в выручке / Валовая (брутто) выручка по оплате	Чем выше значение, тем меньше в организации бартерных (зачетных) операций в расчетах и тем выше ликвидность и платежеспособность
K3	Среднесписочная численность работников	Статистический отчет по форме № П-4	—
<i>2. Показатели платежеспособности и финансовой устойчивости</i>			
K4	Степень платежеспособности общая (оборотная) — способность организации погасить свои обязательства в период	Засмные обязательства / Среднемесячная выручка	Общий показатель для K5–K9. Определяет сроки возможного погашения задолженности и характеризует общую ситуацию с платежеспособностью предприятия. Перекос структуры долгов в сторону товарных кредитов от других организаций, скрытого кредитования за счет платежей в бюджет и внебюджетные фонды, персоналу и т.д. отрицательно характеризует хозяйственную деятельность организации

№ п/п	Показатель	Формула расчета		Комментарий
К5	Коэффициент задолженности по кредитам банков и займам (срок оборота кредитных займов в периодах)	Долгосрочные обязательства и краткосрочные кредиты и займы/ Среднемесячная выручка	(ф. № 1 стр. 590 + стр. 610)/K1	Показатели определяют, в какие средние сроки организация может рассчитаться по каждому виду обязательств при условии получения такой же выручки, как в отчетном периоде, если всю выручку направлять на расчеты с кредиторами
К6	Коэффициент задолженности другим организациям	Задолженность поставщикам и подрядчикам, дочерним и зависимым обществам, другим кредиторам/Среднемесячная выручка	(ф. № 1 стр. 621 + стр. 622 + стр. 623 + стр. 627 + стр. 628)/ K1	
К7	Коэффициент задолженности фискальной системе	Задолженность бюджету и государственным внебюджетным фондам/Среднемесячная выручка	(ф. № 1 стр. 625 + стр. 626)/K1	

К8	Коэффициент внутреннего долга	Задолженность персоналу, участникам (учредителям) по выплате доходов, доходы будущих периодов, резервы предстоящих расходов и прочие краткосрочные обязательства/ Среднемесячная выручка	(ф. № 1 стр. 624 + стр. 630 + стр. 640 + стр. 650 + стр. 660)/K1	Характеризует сроки возможного погашения текущей задолженности
К9	Степень платежеспособности по текущим обязательствам (оборачиваемость краткосрочных обязательств в периодах)	Краткосрочные обязательства/ Среднемесячная выручка	ф. № 1 690/K1	
К10	Коэффициент покрытия текущих обязательств оборотными активами (коэффициент текущей ликвидности)	Оборотные активы/Краткосрочные обязательства	ф. № 1 стр. 290/ стр. 690	

№ п/п	Показатель	Формула расчета		Комментарий
K11	Собственный капитал в обороте (собственные оборотные средства)	Собственный капитал – Внеоборотные активы	ф. № 1 стр. 490 – – стр. 190	В случае отрицательного значения означает, что все оборотные и часть внеоборотных активов сформированы за счет заемных источников. Чем больше величина собственных оборотных средств, тем выше финансовая устойчивость организации. Определяет степень обеспеченности хозяйственной деятельности организации собственными оборотными средствами, необходимыми для ее финансовой устойчивости
K12	Доля собственного капитала в оборотных средствах (коэффициент обеспеченности собственными средствами)	Собственные оборотные средства/Оборотные активы	K11/ф. № 1 стр. 290	
K13	Коэффициент автономии (финансовой независимости)	Собственный капитал/Активы	ф. №1 стр. 490/стр. 300	
<i>3. Показатели эффективности использования оборотного капитала (деловой активности), доходности и финансового результата (рентабельности)</i>				
K14	Коэффициент обеспеченности оборотными средствами	Оборотные активы/Среднемесячная выручка	ф. № 1 стр. 290/K1	Оценивает скорость обращения оборотных средств. Общий показатель для K15, K16

K15	Коэффициент оборотных средств в производстве	(Запасы + НДС по приобретенным ценностям + Товары отгруженные)/ /Среднемесячная выручка	стр. 210 + + стр. 220 – – стр. 215)/K1	Показывает оборачиваемость запасов (оборотных средств в производстве). Значение показателя определяются отраслевой спецификой и характеризуют эффективность производственной и маркетинговой деятельности организации
K16	Коэффициент оборотных средств в расчетах	(Оборотные активы – Запасы – НДС по приобретенным ценностям + Товары отгруженные)/ /Среднемесячная выручка	ф. № 1 стр. 290 – – стр. 210 – – стр. 220 + + стр. 215)/K1	Характеризует средние сроки расчетов с организацией. Возрастание этого показателя требует выполнения оборотных средств организации за счет новых заимствований и приводит к снижению платежеспособности
K17	Рентабельность оборотного капитала	Прибыль от обычной деятельности/Оборотные активы	Стр.160 ф. № 2/стр. 290 ф. №1	Отражает эффективность использования оборотного капитала
K18	Рентабельность продаж	Прибыль от продаж/Выручка (нетто) от продаж	Стр. 050 ф. № 2/стр. 010 ф. № 2	Определяет, сколько прибыли получено организацией в результате продажи продукции, товаров, работ, услуг на 1 руб. выручки
K19	Среднемесячная выработка на одного работника (производительность труда)	Среднемесячная выручка/ Среднемесячная численность работников	K1/K3	Характеризует эффективность использования трудовых ресурсов

№ п/п	Показатель	Формула расчета	Комментарий	
<i>4. Показатели эффективности использования внеоборотного капитала и инвестиционной активности организации</i>				
K20	Эффективность внеоборотного капитала (фондоотдача)	Среднемесячная выручка/ Внеоборотные активы	K1/ф. № 1 стр. 190	Характеризует эффективность использования основных средств и других внеоборотных активов. При значении меньше среднеотраслевого можно говорить о недостаточной загрузке оборудования. При чрезмерно высоких значениях возможна значительная степень физического и морального износа оборудования
K21	Коэффициент инвестиционной активности	Незавершенное строительство, доходные вложения в нематериальные ценности, долгосрочные финансовые вложения/Внеоборотные активы	(стр. 130 + стр. 135 + стр. 140) / стр. 190 ф. № 1	Определяет объем средств, направленных на модификацию и усовершенствование собственности и на финансовые вложения в другие организации
K22	Коэффициент исполнения текущих обязательств перед федеральным бюджетом	Уплаченные налоги соответствующего бюджета (взносы в соответствующий фонд /		Характеризует состояние расчетов организации с бюджетом и государственными внебюджетными фондами

K23	Бюджетом субъекта РФ	Начисленные налоги соответствующего бюджета (взносы в соответствующий фонд)		Характеризует состояние расчетов организации с бюджетом и государственными внебюджетными фондами
K24	Местным бюджетом	Уплаченные налоги соответствующего бюджета (взносы в соответствующий фонд) /		
K25	Государственными внебюджетными фондами	Начисленные налоги соответствующего бюджета (взносы в соответствующий фонд)		
K26	Пенсионным фондом (ПФР)			

Показатели, рекомендованные при разработке финансовой политики предприятия

Наименование показателя	Расчет	Норматив	Комментарий
<i>Показатели ликвидности</i>			
Общий коэффициент покрытия (коэффициент текущей ликвидности)	Оборотные активы/Краткосрочные обязательства	1–2	Достаточность оборотных средств у предприятия, которые могут быть использованы им для погашения своих краткосрочных обязательств. Оборотных средств должно быть достаточно для покрытия своих краткосрочных обязательств. Однако превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами более чем в два раза считается нежелательным, так как свидетельствует о нерациональном вложении предприятием своих средств и неэффективном их использовании
Коэффициент срочной ликвидности	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения + Дебиторская задолженность)/Краткосрочные обязательства	$\geq 1$	Платежные возможности предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами. Низкие значения указывают на необходимость постоянной работы с дебиторами, чтобы обеспечить возможность обращения наиболее ликвидной части оборотных средств в денежную форму для расчетов со своими поставщиками
Коэффициент ликвидности при мобилизации средств	Запасы/Краткосрочные обязательства	0,5–0,7	Степень зависимости платежеспособности компании от материально-производственных запасов (МПЗ) и затрат с точки зрения необходимости мобилизации своих краткосрочных обязательств

<i>Показатели финансовой устойчивости</i>			
Соотношение заемных и собственных средств	Все обязательства/Собственный капитал	$< 0,7$	Показывает, сколько заемных средств привлекло предприятие на 1 руб. вложенных в активы собственных средств. Значение показателя больше 0,7 означает зависимость предприятия от внешних источников средств, потерю финансовой устойчивости (автономности)
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	Собственные оборотные средства/Оборотные активы = (Собственный капитал – Внеоборотные активы)/Оборотные активы	$> 0,1$	Наличие собственных средств у предприятия, необходимых для его финансовой устойчивости. Чем выше показатель (около 0,5), тем лучше финансовое состояние предприятия, тем больше у него возможностей в проведении независимой финансовой политики
Коэффициент маневренности собственных средств	Собственные оборотные средства/Собственный капитал	0,2–0,5	Способность предприятия поддерживать уровень собственного оборотного капитала и пополнять оборотные средства в случае необходимости за счет собственных источников. Чем ближе значение показателя к верхней рекомендуемой границе, тем больше возможность финансового маневра у предприятия
<i>Интенсивность использования ресурсов</i>			
Рентабельность чистых активов по чистой прибыли	Чистая прибыль/Средняя за период величина чистых активов		Эффективность использования средств, принадлежащих собственникам предприятия. Служит основным критерием при оценке уровня котировки акций на бирже. Должен обеспечивать окупаемость вложенных в предприятие средств акционеров

Наименование показателя	Расчет	Норматив	Комментарий
Рентабельность реализованной продукции	Прибыль от продажи/Затраты на производство проданной продукции (товаров (работ, услуг))		Эффективность затрат, вложенных предприятием на производство и продажу продукции (товаров (работ, услуг)). Динамика коэффициента может свидетельствовать о необходимости пересмотра цен или усиления контроля за себестоимостью проданной продукции
<i>Показатели деловой активности</i>			
Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала	Выручка (нетто) от продажи/Средняя за период величина стоимости запасов, денежных средств и краткосрочных ценных бумаг		Скорость оборота перечисленных ресурсов предприятия за анализируемый период, или сколько рублей выручки снимается с каждого рубля данного вида активов. Усилия руководства предприятия во всех случаях должны быть направлены на ускорение оборачиваемости, т.е. на увеличение показателя. Если предприятие постоянно прибегает к дополнительному использованию заемных средств, значит, сложившаяся скорость оборота генерирует недостаточное количество денежных средств для покрытия издержек и расширения деятельности

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	Выручка (нетто) от продажи/Средний за период объем собственного капитала		Скорость оборота вложенного собственного капитала, или активность денежных средств, которыми рискуют акционеры. Если показатель рентабельности собственного капитала не обеспечивает его окупаемость, коэффициент оборачиваемости собственного капитала не обеспечивает его окупаемость, то коэффициент оборачиваемости собственного капитала означает бездействие части собственных средств, т.е. свидетельствует о нерациональности их структуры. При снижении рентабельности собственного капитала необходимо адекватное увеличение оборачиваемости
---	--	--	--

Методические рекомендации разбивают все показатели на два класса: первый — показатели, для которых определены нормативы, второй, а также ненормируемые показатели, значения которых необходимо сравнивать со значениями предприятий, выпускающих аналогичную продукцию и имеющих аналогичные производственные мощности: показатели рентабельности, характеристики структуры имущества, источников и состояния оборотных средств.

4. Правила проведения арбитражным управляющим финансового анализа.

Утверждены постановлением Правительства РФ от 25.06.03 № 367. Определяют принципы и условия проведения арбитражным управляющим финансового анализа, а также состав сведений, используемых арбитражным управляющим при его проведении. При проведении финансового анализа арбитражный управляющий анализирует финансовое состояние должника на дату проведения анализа, его финансовую, хозяйственную и инвестиционную деятельность, положение на товарных и иных рынках.

В отчете арбитражного управляющего, содержащем анализ финансового состояния должника, указываются:

коэффициенты финансово-хозяйственной деятельности должника и показатели, используемые для их расчета, вычисленные поквартально не менее чем за двухлетний период, предшествующий возбуждению производства по делу о несостоятельности (банкротстве), а также за период проведения процедур банкротства в отношении должника, и динамика их изменения;

причины утраты платежеспособности с учетом динамики изменения коэффициентов финансово-хозяйственной деятельности (ликвидности, обеспеченности обязательств должника его активами, степени платежеспособности по текущим обязательствам, показателей финансовой устойчивости и деловой активности);

результаты анализа хозяйственной, инвестиционной и финансовой деятельности должника, его положения на товарных и иных рынках. При анализе внешних условий деятельности должника исследуются общеэкономические условия, региональные и отраслевые особенности его деятельности. При анализе внутренних условий деятельности должника оценивается экономическая политика и организационно-производственная структура должника;

результаты анализа активов и пассивов должника (балансовая стоимость активов, участвующих в производственном процессе, при выбытии которых невозможна основная деятельность должника; НДС по приобретенным ценностям, а также активы, реализация которых затруднительна; балансовая стоимость имущества, учитываемая при расчете с кредиторами, а также для покрытия судебных расходов и расходов на выплату вознаграждения арбитражному управляющему; обоснованность обязательств и возможность из реструктуризации);

результаты анализа возможности безубыточной деятельности должника (соответствие цен и затрат, объективности соотношения доходов и расходов по всем видам деятельности и с учетом всех экономических санкций);

вывод о возможности (невозможности) восстановления платежеспособности должника;

вывод о целесообразности введения соответствующей процедуры банкротства;

вывод о возможности (невозможности) покрытия судебных расходов и расходов на выплату вознаграждения арбитражному управляющему (в случае, если в отношении должника введена процедура наблюдения).

## **4.2**

### **Качественная оценка функционирования предприятия**

Качественные методики прогнозирования банкротства базируются на выявлении внутренних проблем — причин несостоятельности, идентификация этих факторов служит первым шагом на пути преодоления банкротства. Все внутренние факторы можно классифицировать в разрезе функциональных подсистем управления предприятием: маркетинг, производство, управление персоналом и финансы. На практике часто руководители предприятия, не распознав своевременно внутренние причины неблагополучия, обвиняют только внешние факторы в банкротстве бизнеса. Менеджмент предприятия может быть неэффективен по многим причинам, каждая из которых лежит в конкретной функциональной области (подсистеме) управления предприятием. Несостоятельность возникает в случае усиления действия одного из факторов как следствие кризиса в какой-то

одной из сторон деятельности предприятия. В процессе развития кризиса факторы могут воздействовать на ситуацию комплексно, и кризисный процесс начинает носить глобальный характер.

Качественные характеристики причин несостоятельности предприятия так или иначе влияют на его финансовое состояние и потому так же, как и финансовые показатели подлежат детальному изучению. Все качественные факторы можно сгруппировать в разрезе функциональных подсистем.

**Маркетинг:**

- ошибочный прогноз спроса на продукцию;
- низкомаржинальный ассортимент продукции;
- неправильное позиционирование товара;
- нерациональная ценовая структура;
- неадекватное стимулирование сбыта;
- дорогостоящая дистрибутивная сеть;
- плохое качество обслуживания покупателей;
- неразвитость или неэффективность службы маркетинга;
- неблагоприятные изменения в портфеле заказов;
- несбалансированность стратегии в сфере материально-технического снабжения.

**Производство:**

- неподходящее местоположение;
- несовершенная технология;
- неэкономичный размер предприятия;
- неподходящая технология;
- неправильный упор в исследованиях и разработках;
- слабые производство и контроль качества;
- низкое качество обслуживания;
- низкий производственный потенциал;
- дефицит или избыток капитала для планируемого объема производства;

нерациональное движение результатов производства.

**Управление персоналом:**

- неэффективное лидерство;
- конфликты в коллективе;
- неэффективный трудовой потенциал;
- низкий уровень трудовой дисциплины;
- неразвитая информационная система менеджмента;
- несоответствующая организационная система;

низкая квалификация руководителей;  
отсутствие оперативного планирования и контроля.

**Финансы:**

неоптимальная структура капитала;  
недоработки в учетной политике;  
отсутствие инвестиционной политики;  
слабый бюджетный контроль;  
отсутствие налогового планирования и соответственно неоптимальное налогообложение;  
отсутствие планирования и контроля движения денежных средств;  
отсутствие долгосрочной стратегии формирования источников финансового обеспечения бизнеса;  
нерациональная структура экономических ресурсов предприятия, выражающаяся в опережающем росте стоимости затрат по сравнению с ростом источников их финансирования;  
непродуманная кредитная политика.

В международной практике наиболее популярной считается качественная модель комплексной оценки предприятия, характеризующая кризис управления и известная как показатель Аргенти (А-счет). Методика расчета интегрального показателя Аргенти представлена в табл. 4.5.

Таблица 4.5

**Метод расчета показателя Аргенти (А-счет)  
для предсказания банкротства**

Показатель	Балл
<i>Недостатки</i>	
Директор – автократ	8
Председатель совета директоров является также директором	4
Пассивность совета директоров	2
Внутренние противоречия в совете директоров (из-за различия в знаниях и навыках)	2
Слабый финансовый директор	2
Недостаток профессиональных менеджеров среднего и нижнего звена (вне совета директоров)	1
Отсутствие бюджетного контроля	3
Отсутствие прогноза денежных потоков	3
Отсутствие системы управленческого учета затрат	3

Показатели	Балл
Вялая реакция на изменения (появление новых продуктов, технологий, рынков, методов организации труда и т.д.)	15
Максимально возможная сумма баллов	43
«Проходной балл»	10
<i>Ошибки</i>	
Слишком высокая доля заемного капитала	15
Недостаток оборотных средств из-за слишком быстрого роста бизнеса	15
Наличие крупного проекта (провал такого проекта подвергает фирму серьезной опасности)	15
Максимально возможная сумма баллов	45
«Проходной балл»	15
<i>Симптомы</i>	
Ухудшение финансовых показателей	4
Использование «творческого бухучета»	4
Нефинансовые признаки неблагополучия (ухудшение качества, падение «боевого духа» сотрудников, снижение доли рынка)	4
Окончательные симптомы кризиса (судебные иски, скандалы, отставки)	3
Максимально возможная сумма баллов	12
Максимально возможный А-счет	100
«Проходной балл»	25
Большинство успешных компаний	5–18
Компании, испытывающие серьезные затруднения	35–70

Расчет состоит из трех стадий. Согласно данной методике, исследование начинается с предположений:

- 1) идет процесс, ведущий к банкротству;
- 2) кризисный процесс для своего завершения требует нескольких лет;
- 3) кризисный процесс может быть разделен на три стадии: недостатки, ошибки и симптомы.

**Недостатки.** Компании, скатывающиеся к банкротству, годами демонстрируют ряд недостатков, очевидных задолго до фактического банкротства.

**Ошибки.** Вследствие накопления недостатков компания может совершить ошибку, ведущую к банкротству (компания, не

имеющие недостатков, не совершают ошибок, ведущих к банкротству).

**Симптомы.** Совершенные компанией ошибки начинают выявлять все известные симптомы приближающейся неплатежеспособности: ухудшение показателей (скрытое при помощи «творческих» расчетов), признаки недостатка денежных средств. Проявляются в последние два или три года кризисного процесса, ведущего к банкротству, который часто растягивается на срок от пяти до десяти лет (это существенно зависит от сферы деятельности).

Каждому фактору по стадиям банкротства присваивают определенное количество баллов или ноль и рассчитывают агрегированный показатель — А-счет. Если сумма баллов более 25, компания может обанкротиться в течение ближайших пяти лет. Чем больше А-счет, тем скорее это может произойти.

В России одна из первых система качественных показателей для оценки платежеспособности предприятия, его финансовой устойчивости и возможного банкротства была предложена В.В. Ковалевым. Она основывается на рекомендациях Комитета по обобщению практики аудита в Великобритании. Предлагаемая система включает:

1) показатели, свидетельствующие о значительных финансовых затруднениях, в том числе и о банкротстве:

- повторяющиеся существенные потери в основной производственной деятельности;
- превышение критического уровня просроченной кредиторской задолженности;
- чрезмерное использование краткосрочных кредитов и займов в качестве источников финансирования долгосрочных вложений (для Российской Федерации это очень характерно, поскольку редко выдаются кредиты и займы на долгосрочный период);
- устойчиво низкие значения коэффициентов ликвидности (для Российской Федерации — в первую очередь коэффициента текущей ликвидности);
- хроническая нехватка оборотных средств (точнее, неправильная структура оборотных средств, когда одни — «ненужные» запасы покупаются впрок, а других не хватает, дебиторская задолженность не возвращается, недостаточно денежных средств на счету). В связи с этим повышают вероятность риска

вложений в предприятие: высокий удельный вес просроченной дебиторской задолженности и наличие сверхнормативных и залежалых товаров и производственных запасов;

- устойчиво увеличивающаяся до опасных пределов доля заемных средств в общей сумме источников средств и тем более превышение их размеров установленными лимитами (естественно, что при этом возникает риск невозврата этих кредитов, займов. Обычно такое возникает, новые кредиты берутся для выплаты предыдущих);

- неправильная реинвестиционная политика;

- хроническое невыполнение обязательств перед инвесторами, кредиторами и акционерами в отношении своевременности возврата ссуд, выплаты процентов и дивидендов (в случае кризиса в первую очередь страдают акционеры, поскольку именно они и перестают выплачивать дивиденды. В то же время вариант, когда происходит просрочка по выплате кредитов, значительно подрывает репутацию фирмы и может привести к тому, что в следующий раз кредит дадут на худших условиях или вообще не дадут);

- ухудшение отношений с учреждениями банковской системы и вынужденное использование новых источников финансовых ресурсов на относительно невыгодных условиях (это является следствием предыдущего пункта);

- применение в производственном процессе оборудования с истекшими сроками эксплуатации (при использовании старого оборудования возникает все больше и больше расходов на его ремонт, кроме того, может произойти и его моральное устаревание);

- потенциальные потери долгосрочных контрактов и другие неблагоприятные изменения в портфеле заказов (при этом могут возникнуть проблемы как с поставками, так и со сбытом);

2) показатели, способные привести к ухудшению финансового состояния:

- потеря ключевых сотрудников аппарата управления;

- вынужденные остановки, а также нарушения производственно-технологического процесса;

- недостаточная диверсификация деятельности предприятия, т.е. чрезмерная зависимость финансовых результатов от какого-то одного конкретного проекта, типа оборудования, вида активов и др.;

- излишняя ставка на прогнозируемую успешность и прибыльность нового проекта;
- участие предприятия в судебных разбирательствах с непредсказуемым исходом;
- потеря ключевых контрагентов;
- недооценка технического и технологического обновления предприятия;
- неэффективные долгосрочные соглашения;
- внешний, в том числе политический или экономический риск.

Всем этим показателям могут быть присвоены баллы, суммируя которые можно получить итоговую рейтинговую качественную оценку, при расчете которой можно также учитывать и рассчитанные ранее количественные показатели.

### 4.3 Количественные прогнозные модели банкротства

В международной и российской науке и практике нарабатаны различные методики количественной оценки вероятности банкротства, основанные на математической обработке статистических данных по обанкротившимся предприятиям и предприятиям, успешно функционирующим на рынке. Среди наиболее известных можно назвать следующие модели.

1. Пятифакторная модель **Альтмана** ( $Z$ -счет, показатель, индекс). Разработана известным западным экономистом Эдвардом Альтманом (1968 г.). Начала использоваться в России с 1992 г. Основной идеей является деление фирм на потенциальных банкротов и не банкротов. При построении своего индекса Альтман обследовал 66 предприятий США, половина которых обанкротилась в период 1946–1965 гг. Из 22 аналитических коэффициентов он выбрал пять наиболее значимых и построил уравнение, результаты которого дают прогноз банкротства на 2–3 года:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5,$$

где  $X_1$  – Чистый капитал (собственные оборотные средства) / Сумма активов;

$X_2$  – Нераспределенная прибыль / Сумма активов;

- X3 – Прибыль до уплаты налога и процентов / Сумма активов;  
 X4 – Рыночная стоимость акций / Заемные обязательства;  
 X5 – Выручка / Сумма активов.

Результаты многочисленных расчетов по модели Альтмана в США показали, что Z-счет может принимать значение в пределах  $[-14, +22]$ . Уровень угрозы банкротства в модели Альтмана оценивается по его шкале (табл. 4.6).

Таблица 4.6

**Уровень угрозы банкротства**

Значение Z	Вероятность банкротства
Менее 1,81	Очень высокая, предприятие является несостоятельным
1,81–2,7	Высокая, зона неопределенности: предприятие находится на грани несостоятельности и может как обанкротиться, так и продолжить работу
2,7–2,99	Вероятность невелика, зона неопределенности: предприятие находится на грани несостоятельности и может как обанкротиться, так и продолжать работу
Более 2,99	Вероятность очень низкая, предприятие является финансово устойчивым и кредитоспособным

Однако в связи с тем, что в четвертом коэффициенте фигурирует рыночная стоимость акций, этот показатель можно использовать лишь в отношении крупных компаний, у которых акции котируются на бирже. Именно для таких компаний можно получить объективную рыночную оценку собственного капитала. Поэтому позже Альтман разработал модифицированный вариант формулы для компаний, акции которых не котируются на бирже:

$$Z = 0,717 X1 + 0,847X2 + 3,1X3 + 0,42X4 + 0,995X5.$$

В числителе показателя X4 вместо рыночной стоимости акций стоит их балансовая стоимость. Если полученное значение модифицированного Z-счета менее 1,23, можно говорить о несостоятельности (банкротстве) предприятия. При  $Z = 1,23 \div 2,89$  – предприятие находится в зоне неопределенности («туманная область»). Если  $Z \geq 2,9$ , то компания работает стабильно и банкротство маловероятно.

Как показывают исследования американских аналитиков, модели Альтмана позволяют в 95% случаев предсказать банкротство фирмы на год вперед и в 83% случаев – на два года. Альтману принадлежат также двухфакторная и семифакторная модели.

2. Четырехфакторная модель великобританского экономиста **Таффлера** (Taffler), разработанная в 1977 г. для компаний, акции которых котируются на биржах:

$$Z = C_0 + 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4,$$

где  $X_1$  – Прибыль до уплаты налога / Текущие обязательства;  
 $X_2$  – Текущие активы / Общая сумма обязательств;  
 $X_3$  – Текущие обязательства / Общая сумма активов;  
 $X_4$  – Отсутствие интервала кредитования.

3. Модель **Спрингейта** (G.L.V. Springate), 1978 г.<sup>1</sup>:

$$Z = 1,03 X_1 + 3,07X_2 + 0,66X_3 + 0,4X_4,$$

где  $X_1$  – Чистый капитал (собственные оборотные средства) / Сумма активов;  
 $X_2$  – Прибыль до уплаты налога и процентов / Сумма активов;  
 $X_3$  – Прибыль до налогообложения / Текущие обязательства;  
 $X_4$  – Выручка / Сумма активов.

Критическое значение по модели Спрингейта – 0,862 (больше этого значения предприятия – кредитоспособны, ниже – анкроты и, соответственно, некредитоспособны); точность прогноза – 92,5% для 40 компаний, исследованных им.

4. Модель **Фулмера** (Fulmer). Разработана в 1984 г. на основе анализа 40 финансовых показателей 30 успешных компаний и 30 банкротов:

$$H = 5,528 I_1 + 0,212 I_2 + 0,073 I_3 + 1,270 I_4 - 0,120 I_5 + \\ + 2,335 I_6 + 0,575 I_7 + 1,083 I_8 + 0,894 I_9 - 6,075,$$

где  $I_1$  – Нераспределенная прибыль / Сумма активов;  
 $I_2$  – Выручка / Сумма активов;  
 $I_3$  – Прибыль до налогообложения / Собственный капитал;  
 $I_4$  – Изменение остатка денежных средств / Кредиторская задолженность;

---

<sup>1</sup> Юн Г.Б. Антикризисное управление в российской экономике. – Спб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2002. – С. 114–122.

- V 5 – Заемные средства / Сумма активов;
- V 6 – Текущие обязательства / Всего активов;
- V 7 – Материальные внеоборотные активы / Всего активы;
- V 8 – Рабочий капитал (собственные оборотные средства) / Кредиторская задолженность;
- V 9 – Прибыль до уплаты налога и процентов / Проценты.

Критическое значение – нуль. Точность прогноза составляет 98% при анализе в течение года.

5. Модель **Ж.Лего** (Jean Legault). Рейтинговая модель разработана под руководством канадского аналитика Ж.Лего и рекомендована для использования *Ordre des comptables agrees des Quebec*. Проанализированы 30 финансовых показателей 173 промышленных компаний Квебека, имеющих ежегодную выручку от 1 до 20 млн долл. Модель выглядит следующим образом:

$$CA-Score = 4,5913 X1 + 4,5080X2 + 0,3936X3 - 27616,$$

- где  $X1$  – Акционерный капитал / Сумма активов;
- $X2$  – (Прибыль до налогообложения + Финансовые издержки) / Сумма активов;
- $X3$  – Оборот за два периода / Сумма активов за два периода.

Критериальное значение – 0,3. Вероятность правильного прогноза – 83% для промышленных предприятий.

6. Учеными Иркутской государственной экономической академии на основе проведенного обследования деятельности торговых предприятий была предложена четырехфакторная модель прогноза риска банкротства (модель  $R$ ), имеющая следующий вид:

$$R = 8,38 \cdot K1 + K2 + 0,054 \cdot K3 + 0,63 \cdot K4,$$

- где  $K1$  – Оборотный капитал / Актив;
- $K2$  – Чистая прибыль / Собственный капитал;
- $K3$  – Выручка от реализации / Актив;
- $K4$  – Чистая прибыль / Интегральные затраты.

Вероятность банкротства предприятия в соответствии со значением модели  $R$  определяется по табл. 4.7.

С помощью  $R$ -счета можно прогнозировать банкротство предприятия за три квартала с вероятностью 81%. Доля ошибочного прогноза банкротства – 7%. Однако  $R$ -счет рассчитывался на основе анализа предприятий торговли, поэтому его параметры могут не соответствовать значениям других отраслей.

Вероятность банкротства предприятия

Значение $R$	Вероятность банкротства, процентов
Менее 0	Максимальная (90–100)
0–0,18	Высокая (60–80)
0,18–0,32	Средняя (35–50)
0,32–0,42	Низкая (15–20)
Более 0,42	Минимальная (до 10)

7. Известный финансовый аналитик **У. Бивер** предложил для оценки финансового состояния предприятия с целью диагностики банкротства свою систему показателей, представленную в табл. 4.8.

Таблица 4.8

Система показателей по У. Биверу

Показатель	Расчет	Значение показателей		
		для благополучных компаний	за 5 лет до банкротства	за 1 год до банкротства
Коэффициент Бивера	$(P^ч - A_m) / ЗП$	0,4–0,45	0,17	–0,15
Рентабельность активов	$P^ч / Б \times 100\%$	6–8	4,0	–22,0
Финансовый левередж	$ЗП / Б$	$\leq 37$	$\leq 50$	$\leq 80$
Коэффициент покрытия активов чистым оборотным капиталом	$(K - A_n) / Б$	0,4	$\leq 0,3$	$\approx 0,06$
Коэффициент покрытия (коэффициент текущей ликвидности)	$A_o / ЗП_k$	$\leq 3,2$	$\leq 2$	$\leq 1$

$P^ч$  – чистая прибыль;

$A_m$  – амортизационные отчисления;

$ЗП$  – заемные средства (пассивы);

$Б$  – валюта баланса;

$К$  – собственный капитал организации;

$A_n$  – внеоборотные долгосрочные активы;

$A_o$  – оборотные активы;

$ЗП_k$  – краткосрочные заемные средства (пассивы).

У. Бивер рекомендовал исследовать тренды этих показателей для диагностики банкротства.

8. Коэффициент прогноза банкротства по **А.Д. Шеремету**. Характеризует удельный вес чистых оборотных средств в сумме актива баланса:

$$K_{\text{пб}} = (\text{ДЗ}_k + \text{ФВ}_k + \text{ДС} - \text{ЗС}_k - \text{КЗ}_k) / \text{Б}.$$

Если предприятие испытывает финансовые затруднения, то данный коэффициент снижается.

9. Система показателей по **Г.В. Савицкой** предлагает для прогнозирования финансового состояния предприятия использовать свою систему показателей и их рейтинговую оценку, выраженную в баллах (табл. 4.9).

Исходя из этой методики предприятие можно отнести к одному из классов:

*I класс* – предприятия с хорошим запасом финансовой устойчивости, позволяющем быть уверенным в возврате заемных средств.

*II класс* – предприятия, демонстрирующие некоторую степень риска по задолженности. Но еще не рассматриваются как рискованные.

*III класс* – проблемные предприятия. Здесь вряд ли существует риск потери средств, но полное получение процентов представляется сомнительным.

*IV класс* – предприятия с высоким риском банкротства даже после принятия мер по финансовому оздоровлению. Кредиторы рискуют потерять свои средства и проценты.

*V класс* – предприятия высочайшего риска, практически не состоятельные.

*VI класс* – предприятия-банкроты.

К сожалению, данные методики используют для анализа только показатели финансового состояния предприятия и не затрагивают другие важные элементы деятельности предприятия, оказывающие непосредственное влияние вероятность банкротства.

10. Критериальные значения показателей отдельно для каждой отрасли, разработанные в Казанском государственном технологическом университете (КГТУ). Поскольку, с одной стороны, для предприятий разных отраслей применяются различные показатели ликвидности, а с другой – специфика отраслей пред-

Группировка показателей по критериям оценки финансового состояния

Показатель	Границы классов согласно критериям, балл					
	I класс	II класс	III класс	IV класс	V класс	VI класс
Коэффициент абсолютной ликвидности	Более 0,25–20	0,2–16	0,15–12	0,1–8	0,05–4	Менее 0,05–0
Коэффициент быстрой ликвидности	Более 1,0–18	0,9–15	0,8–12	0,7–9	0,6–6	Менее 0,5–0
Коэффициент текущей ликвидности	Более 2,0–16,5	$1,9 + 1,7 - 15 + 12$	$1,6 + 1,4 - 10,5 + 7,5$	$1,3 + 1,1 - 6 + 3$	1,0–1,5	Менее 0,5–0
Коэффициент автономии	Более 0,6–17	$0,59 + 0,54 - 15 + 12$	$0,53 + 0,43 + 11,4 + 7,4$	$0,42 + 0,41 - 6,6 + 1,8$	0,4–1	Менее 0,4–0
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	Более 0,4–15	0,4–12	0,3–9	0,2–6	0,1–3	Менее 0,1–0
Коэффициент обеспеченности запасов собственным оборотным капиталом	Более 1,0–15	0,9–12	0,8–9	0,79–6	0,6–3	Менее 0,5–0
Минимальные значимые границы	100	85–64	63,9–56,9	41,6–28,3	18	–

полагает использование для каждой из них своих критериальных уровней даже по одинаковым показателям, учеными КГТУ были рассчитаны критериальные значения показателей отдельно для промышленности (машиностроение); торговли (оптовая и розничная); строительства и проектных организаций; науки (научное обслуживание). В случае диверсификации деятельности предприятие отнесено к той группе, деятельность в которой занимает наибольший удельный вес (табл. 4.10).

II. Модель МФК «Реннесанс». Благодаря накоплению обширного статистического материала и потребностям развития современной российской практики в настоящее время создаются методики определения вероятности банкротства с применением современного инструментария многомерного статистического анализа и учетом не только внутрифирменных показателей, но и показателей, характеризующих сферу деятельности предприятия, а также с учетом особенностей региона. К одной из них относится модель МФК «Реннесанс»<sup>1</sup>:

$$\begin{aligned} \text{Вероятность банкротства} = & f(\beta_1 \cdot (\text{Характеристика фирмы}) + \\ & + \beta_2 \cdot (\text{Характеристика отрасли}) + \beta_3 \times \\ & \times (\text{Характеристика региона})) + e. \end{aligned}$$

Коэффициенты  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, e$  рассчитываются с помощью статистических программных пакетов, и по ним строится уравнение (модель) прогноза банкротства.

Характеристика фирмы включает такие показатели, как:

Денежный поток = Затраты на единицу продукции  
(большие издержки означают меньшую прибыль);

Производительность труда =  
= Выпуск продукции на одного работника;

Реструктуризация = Изменение выпуска продукции на одного  
работника;

Размер предприятия = Число занятых.

Характеристика отрасли включает аналогичные показатели, что и по фирме.

---

<sup>1</sup> Журковская Е.В., Сонин К. Экономика и политика российских банкротств // Вопросы экономики. – 2000. – № 4.

## Критериальные показатели по классам кредитоспособности

Показатели	Промышленность (машиностроение)			Предприятия торговли (оптовой)			Предприятия торговли (розничной)		
	1-й класс	2-й класс	3-й класс	1-й класс	2-й класс	3-й класс	1-й класс	2-й класс	3-й класс
Соотношение заемных и собственных средств	<0,8	0,8–1,5	>1,5	<1,5	1,5 – 2,5	>2,5	<1,8	1,8 – 2,9	>3,0
Вероятность банкротства (Z-счет Альмана)	>3,0	1,5–3,0	<1,5	>3,0	1,5 – 3,0	<1,5	>2,5	1,0 – 2,5	<1,0
Общий коэффициент покрытия (ликвидность баланса)	>2,0	1,0–2,0	<1,0	>1,0	0,7 – 1,0	<0,7	>0,8	0,5 – 0,8	<0,5

Продолжение

Показатели	Строительные организации			Проектные организации			Научная сфера деятельности (научное обслуживание)		
	1-й класс	2-й класс	3-й класс	1-й класс	2-й класс	3-й класс	1-й класс	2-й класс	3-й класс
Соотношение заемных и собственных средств	<1,0	1,0 – 2,0	>2,0	<0,8	0,8 – 1,6	>1,6	<0,9	0,9 – 1,2	>1,2
Вероятность банкротства (Z-счет Альмана)	>2,7	1,5 – 2,7	<1,0	>2,5	1,1 – 2,5	<1,1	>2,6	1,2 – 2,6	<1,2
Общий коэффициент покрытия (ликвидность баланса)	>0,7	0,5 – 0,8	<0,5	>0,8	0,3 – 0,8	<0,3	>0,9	0,6 – 0,9	<0,6

Характеристика региона содержит:  
отношение губернатора с федеральным центром как индекс, рассчитанный МФК «Реннесанс»;  
силу («власть») губернатора в регионе как индекс, рассчитанный МФК «Реннесанс», характеризующий политического контроля над экономикой в регионе;  
задолженность по федеральным налогам на работника фирмы;  
реальные денежные налоговые поступления по федеральным налогам на работника фирмы;  
валовой продукт региона на душу населения.

### ***Контрольные вопросы***

1. Какие существуют официальные методики анализа и оценки финансового состояния организации?
2. Что представляет собой методика оценки удовлетворительности структуры баланса?
3. Как характеризуются показатели методики ФСФО по проведению анализа финансового состояния организаций?
4. Какие показатели оценки финансового состояния организации содержат методические рекомендации по разработке финансовой политики, разработанные МЭРТ?
5. В каких случаях применяются Правила проведения арбитражным управляющим финансового анализа?
6. На чем основываются качественные методики прогнозирования банкротства?
7. В чем суть российских и зарубежных К-прогнозных методик?
8. Что представляют собой количественные модели прогнозирования банкротства?
9. Какие наиболее известные зарубежные модели банкротства Вы знаете?
10. Каковы наиболее известные российские методики оценки вероятности банкротства?

# Тема 5

## Анализ и прогнозирование показателей бизнес-развития

### 5.1.

#### Анализ и прогнозирование денежных потоков компании в целях оценки ее стоимости

Денежный поток, как разница между притоками и оттоками денежных средств на предприятии, при оценке бизнеса имеет одну из двух моделей, выбор которой определяется основным источником формирования прибыли.

Для расчета рыночной стоимости собственного капитала предприятия, прибыль которого в основном создается за счет собственных средств без значительных заимствований, используется:

1. Денежный поток для собственного капитала =
  - Чистая прибыль
  - + Амортизационные отчисления
  - Изменение собственного оборотного капитала
  - Изменение инвестиций в основной капитал
  - + Изменение долгосрочной задолженности.

Для расчета всего инвестированного капитала без учета изменения долгосрочной задолженности и денежных выплат (процентов) по ее обслуживанию для оценки предприятия, прибыль которого формируется в значительной степени за счет привлечения заемных средств, применяется:

2. Денежный поток для всего инвестированного капитала =
  - Денежный поток для собственного капитала
  - + Расходы по обслуживанию заемных средств (уплаченные проценты по кредитам)
  - Часть налога на прибыль.

Длительность прогнозного периода определяется с учетом планов руководства по развитию, реструктуризации или ликвидации предприятия в ближайшие годы, динамики стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, цен), а также тенденций изменения спроса, объемов производства и продаж. Из-за сложности прогнозирования при оценке российских предприятий прогнозный период обычно устанавливается равным трем годам. За этот период эксперт-оценщик достаточно точно прогнозирует динамику денежных потоков. Точно спрогнозировать динамику денежных потоков на несколько десятков лет не представляется возможным, поэтому срок дальнейшего существования предприятия называется *постпрогнозным периодом*, когда усредненный темп роста денежных потоков предприятия распространяется на весь оставшийся срок его жизни.

Прогноз доходов требует анализа динамики рынка, влияния конкуренции и инфляции, факторов ценообразования, ожидаемого роста объемов производства и продаж, производственных мощностей, отраслевых факторов.

Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода может осуществляться одним из двух методов: косвенным или прямым.

Прямой метод основан на анализе денежных потоков по статьям затрат (по бухгалтерским счетам прихода и расхода). Косвенный — заключается в анализе движения денежных средств по направлениям деятельности и наглядно показывает использование прибыли и инвестирование денежных средств.

Учет инфляции при прогнозировании *денежных потоков* используется не всегда, а в том случае, если темп роста инфляции издержек значительно отличается от темпов роста цен на производимую продукцию (работы или услуги). При учете инфляции в расчетах денежного потока, инфляционная составляющая должна присутствовать также и в ставке дисконтирования.

Для корректировки расчета денежных потоков необходим анализ расходов, инвестиций и выручки. При прогнозе *валовой выручки* учитываются структура товарной продукции (работ, услуг), объем производства и цены, ретроспективные темпы роста выручки, спрос на продукцию, производственные мощности, экономическая ситуация в стране и отрасли, конкуренция в сфере деятельности и в региональном сегменте, доля предприятия на рынке, планы руководства.

При прогнозировании *расходов и инвестиций* (потребности в инвестициях, источниках финансирования, инвестиционной политике) эксперт-оценщик должен учесть ретроспективные тенденции; существующие тенденции в структуре и соотношении затрат, особенно постоянных и переменных; исключить единовременные и чрезвычайные статьи расходов; оценить инфляционные процессы и ожидания для каждой статьи расходов; выплаты процентов по предполагаемым кредитам и уровню прогнозируемой задолженности; сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими данными предприятий-конкурентов или средними по данной сфере деятельности в регионе; спрогнозировать и обосновать необходимые инвестиции на ремонт и поддержание производственных фондов в работоспособном состоянии и обновление для расширения объемов производства; рассчитать амортизационные отчисления в соответствии с прогнозируемым объемом основных средств и учетной политикой предприятия; проанализировать источники финансирования инвестиций (кредиты, эмиссия акций, нераспределенная прибыль и т.п.).

Одним из элементов денежного потока является собственный оборотный капитал. Он прямо связан с выручкой: чем больше выручка, тем больше требуется собственного оборотного капитала (запасов, дебиторской задолженности) для нормального функционирования предприятия. Поэтому динамику собственного оборотного капитала можно прогнозировать методом «процента от продаж». Величина собственного оборотного капитала в среднем не должна быть меньше 5% выручки и в зависимости от специфики сферы деятельности и политики предприятия может сильно колебаться.

В процессе оценки необходимо установить фактическую величину: избыток (+) или недостаток (–) собственного оборотного капитала, который с соответствующим знаком добавляется (вычитается) к полученной стоимости предприятия на заключительном этапе доходного подхода к оценке бизнеса.

## **5.2**

### **Оценка рисков бизнеса**

В условиях рыночных отношений при наличии конкуренции и возникновении непредсказуемых ситуаций, хозяйствен-

ная, производственная или коммерческая деятельность невозможна без рисков. Законодательно установлено, что предпринимательская деятельность является рискованной, т.е. действия участников предпринимательства в условиях сложившихся рыночных отношений, конкуренции, функционирования всей системы экономических законов не могут быть с полной определенностью рассчитаны и осуществлены. Многие решения в предпринимательской деятельности приходится принимать в условиях неопределенности, когда требуется выбирать направление действий из нескольких возможных вариантов, осуществление которых сложно предсказать.

Успех в бизнесе зависит от правильности и обоснованности выбранной стратегии хозяйственной, инвестиционной и финансовой деятельности. Для любого вида предпринимательской деятельности важным является не избежание риска вообще (это практически невозможно), а изучение, предвидение, оценка и управление рисками в целях их минимизации, а при возможности и обращения их в положительный фактор в виде получения дополнительного дохода. Это ставит задачу разработки методов оценки рисков, а управление рисками сегодня — один из динамично развивающихся видов профессиональной деятельности в области менеджмента. Во многих западных фирмах есть должность менеджера по риску (риск-менеджер), в чьи обязанности входит обеспечение снижения рисков. Он участвует в принятии рискованных решений, например, при выдаче кредита или выборе объекта инвестирования. Основная цель, которую преследуют компании при создании системы управления рисками, — повышение устойчивости развития компании, снижение вероятности потери части или всей стоимости компании.

Понятие «риск» можно определить как опасность потенциально возможной, вероятной потери ресурсов или недополучения доходов по сравнению с вариантом, который рассчитан на рациональное использование ресурсов в данном виде предпринимательской деятельности. Другими словами, риск — это угроза того, что предприниматель понесет потери в виде дополнительных расходов или получит доходы ниже тех, на которые он рассчитывал. Можно выделить основные характеристики, присущие рискованной ситуации:

случайный характер события, который оценивает, какой из возможных исходов реализуется на практике;

наличие альтернативных решений;  
возможность определить вероятности исходов и ожидаемые результаты;

наличие вероятности как возникновения убытков, так и получения дополнительной прибыли.

Анализ рисков включает два дополняющих друг друга вида: качественный и количественный. Качественный анализ позволяет определить факторы и потенциальные области риска, выявить возможные его виды. Предпринимательский риск вызывается влиянием объективных (внешних) и субъективных (внутренних) факторов. К наиболее важным внешним факторам относятся: инфляция (значительный и неравномерный рост цен как на сырье, материалы, топливо, энергоносители, комплектующие изделия, транспортные и другие услуги, так и на продукцию и услуги предприятия); изменение банковских процентных ставок и условий кредитования, налоговых ставок и таможенных пошлин; изменения в отношениях собственности и аренды, в трудовом законодательстве и др. Не менее опасно для деятельности предприятия влияние внутренних факторов, которые связаны с ошибками и упущениями руководства и персонала. По оценкам зарубежных экспертов, 90% различных неудач малых фирм связано с неопытностью руководства, его неумением адаптироваться к изменяющимся условиям, консерватизмом мышления, что ведет к неэффективному управлению предприятием, к принятию ошибочных решений, потере позиций на рынке.

Количественный анализ направлен на то, чтобы количественно оценить риски, провести их анализ и сравнение. При количественном анализе риска используются различные методы: статистические; аналитические; экспертных оценок; аналогий; оценки платежеспособности и финансовой устойчивости; целесообразности затрат; расчет интегрального показателя риска.

В первую очередь анализу подвергаются сведения, содержащиеся в годовой бухгалтерской отчетности. Основными официально рекомендованными критериями неплатежеспособности, характеризующими структуру баланса, являются: коэффициент текущей ликвидности, коэффициент обеспеченности собственными средствами и коэффициент восстановления (утраты) платежеспособности. На основании указанной системы показате-

лей можно оценить вероятность (риск) наступления неплатежеспособности предприятия. Кроме того, различные методы финансового анализа позволяют выявить слабые места в экономике предприятия, охарактеризовать его ликвидность, финансовую устойчивость, рентабельность, отдачу активов и рыночную активность. Вывод о вероятности банкротства можно сделать только на основе сопоставления показателей данного предприятия и аналогичных предприятий, обанкротившихся или избежавших банкротства. Найти соответствующую информацию довольно трудно, поэтому для расчетов вероятностей банкротства широко используют многофакторные модели. В качестве переменных (факторов) используются показатели рентабельности активов, динамики прибыли, прибыльности, совокупных активов, коэффициенты покрытия процентов по кредитам, ликвидности, автономии.

Зарубежные модели определения качества финансового состояния организаций не могут однозначно применяться в практике российских предприятий в связи с большими различиями в законодательстве, в том числе налоговом, инфляционных процессах, структуре капитала и процессах кругооборота оборотных средств. Поэтому для прогнозирования финансовой ситуации на российских предприятиях рекомендуются количественные модели, разработанные российскими специалистами на основе изучения статистики финансовых показателей по предприятиям и организациям аналогичных сфер деятельности. Причем данные методики должны постоянно подвергаться тестированию и уточнению путем пополнения выборки обследования новыми предприятиями. В настоящее время из подобных методик известны многофакторные модели:

- Иркутской государственной экономической академии для торговых организаций (*R*-счет);
- Казанского государственного технологического университета для предприятий и организаций промышленности, строительства, розничной и оптовой торговли, а также проектных организаций и сферы науки;
- белорусских специалистов для сельскохозяйственных предприятий и организаций.

Метод целесообразности затрат позволяет вычислить критический объем производства или продаж, т.е. нижний предельный размер выпуска продукции, при котором прибыль равна

нулю. Критический объем производства необходимо оценивать при освоении новой продукции и сокращении выпуска продукции, вызванного падением спроса, сокращением поставок материалов и комплектующих изделий, заменой продукции на новую, ужесточением экологических требований и другими причинами. Некоторые зарубежные авторы называют критический объем производства порогом рентабельности и рекомендуют его для оценки финансовой устойчивости предприятия. Чем больше разность между фактическим объемом производства и критическим, тем выше финансовая устойчивость.

Организация в зависимости от масштабов, деловой среды, сферы деятельности, стратегии развития, региона функционирования, организационно-правовой формы управления и других параметров подвержена и политическим, и отраслевым, и инновационным и многим другим видам рисков. На каждую организацию, кроме систематических (макроэкономических и отраслевых) рисков, действуют несистематические, характерные для функционирования конкретной организации с ее сильными и слабыми сторонами. Каждая сфера деятельности сталкивается с собственными вариантами рисков, поэтому в системе управления рисками каждой компании должен быть создан свой индивидуальный классификатор несистематических рисков. Необходимо не только идентифицировать риски и оценить количество их стоимость для компании. Например, американские компании для оценки рисков чаще всего используют показатели, которые характеризуют, насколько могут сократиться собственный капитал (*Capital at risk*), доходы (*Earnings at risk*) и денежные потоки (*Cash flow at risk*).

Существуют различные методы оценки рисков, которые основаны на моделях экстраполяции ретроспективных данных, статистических показателей по аналогичным компаниям. Такие модели позволяют прогнозировать будущие значения факторов риска, однако их реализация доступна лишь крупным компаниям или специализированным финансовым организациям. По мнению экспертов, источниками максимального риска считаются ошибки персонала (человеческий фактор) – 70%; недобросовестность деловых партнеров – 30%; стихийные бедствия – 10%. Финансовые руководители основными рисками называют рыночные и кредитные риски.

Анализ бухгалтерской отчетности коммерческих организаций также показывает, что основными рисками предпринимательской деятельности являются имущественный (риск ликвидности), кредитный и рыночный.

Именно они определяют общий уровень и динамику предпринимательского риска. Информационной основой для расчета интегрального показателя риска коммерческой организации служит ее бухгалтерская отчетность.

Рассмотрим методику управления рисками предпринимательской деятельности через воздействие на интегральный оценочный показатель<sup>1</sup>. Предлагаемая методика содержит показатели, для которых составлены пороговые значения для трех рискованных ситуаций, характеризующих соответственно высокий, средний и низкий уровень риска. Рекомендуемые значения получены в результате изучения данных бухгалтерской отчетности о рентабельности и ликвидности предприятий (табл. 5.1).

Данная методика предполагает, что количество показателей, характеризующих уровень предпринимательского риска, может быть любым. Формула для расчета интегрального показателя выглядит следующим образом:

$$Risk = \sum_{i=1}^n A_i \cdot K_i + \sum_{i=1}^m A_i \cdot \frac{1}{L_i},$$

где  $K_i$  — значение показателя, увеличение которого рассматривается как положительный фактор для предприятия;

$n$  — количество показателей, увеличение которых рассматривается как положительный фактор для предприятия;

$L_i$  — значение показателя, снижение которого рассматривается как положительный фактор для предприятия;

$m$  — количество показателей, снижение которых рассматривается как положительный фактор для предприятия;

$A_i$  — удельный вес показателя.

Значение интегрального показателя *Risk* характеризует общий уровень предпринимательского риска для предприятия и определяет тип рискованной ситуации. Увеличение показателя характеризует стабилизацию положения, сокращение неопределенности, снижение риска.

---

<sup>1</sup> Тактаров Г.А., Григорьева Е.М. Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски. — М.: Финансы и статистика, 2006.

Таблица 5.1

## Система показателей, включенных в методику интегральной оценки рисков

Виды рисков	Показатели (критерии)			Тип рисковой ситуации			Вес показателя
	Наименование	Обозначение	Высокий	Средний	Низкий		
Имущественный риск	Доля основных средств в имуществе	1	$> 0,7$	$0,5-0,7$	$< 0,5$	0,056	
	Финансовая независимость от внешних источников	K1	$< 0,3$	$0,3-0,7$	$> 0,7$		0,056
	Рентабельность основной деятельности	K2	$< 0$	$0-0,22$	$> 0,22$	0,08	
	Коэффициент текущей ликвидности	K3	$< 0,8$	$0,8-1$	$> 1$	0,08	
	Коэффициент критической ликвидности	K4	$< 0,5$	$0,5-0,8$	$> 0,8$	0,08	
Кредитный риск	Коэффициент абсолютной ликвидности	K5	0,03	$0,03-0,08$	$> 0,08$	0,08	
	Деловая активность партнеров	K6	Чем выше деловая активность предприятия, тем ниже деловая активность партнеров, тем меньше риск			0,056	
Рыночный риск	Оборачиваемость запасов (оборотов)	K7	$< 5$	$5-8$	$> 8$	0,08	
	Удельный вес дебиторской задолженности в оборотных активах	L2	$> 0,6$	$0,4-0,6$	$< 0,4$	0,08	
	Оборачиваемость дебиторской задолженности за год	K8	$< 1$	1-2	$> 2$	0,08	
	Оборачиваемость кредиторской задолженности за год	K9	$< 1$	1-2	$> 2$	0,08	
	Обеспеченность материальными запасами	K10	$< 0,3$	$0,3-0,4$	$0,4-0,7$	0,08	
	Показатель зависимости от поставщиков (N – количество поставщиков)	L3	$0,1-0,5$ при N > 20	$0,05-0,1$ при N = 10-20	$0,05-0,1$ при N = 10-20	0,056	

К методам интегральной оценки риска следует также отнести количественную оценку степени риска, ведущего к банкротству. С этой целью рассчитывается коэффициент риска, представляющий соотношение максимально возможного объема убытков и объема собственных средств инвестора<sup>1</sup>

$$K_{\text{риска}} = \frac{\text{Максимально возможная сумма убытков}}{\text{Сумма собственных средств}}$$

Эмпирические исследования показывают, что оптимальный коэффициент риска составляет 0,3; критический, превышение которого ведет к банкротству, — 0,7.

Имеются отдельные виды предпринимательской деятельности, в которых риск поддается расчету, количественной оценке и где методы определения риска хорошо отработаны и в теории, и на практике. Это прежде всего относится к страховой деятельности и игорному бизнесу, где широко используются методы теории вероятностей, модели теории игр, математической статистики. Однако применение этих методов к другим видам деятельности часто не столь эффективно, так как страховой риск относится к конкретному объекту вне зависимости от вида деятельности. При оценке предпринимательского риска менеджера прежде всего интересует не судьба всего объекта, а степень вероятности и размер потенциального ущерба в условиях конкретной сделки и связанных с ней решений. Большинство банков и других финансовых организаций сегодня активно пользуются этими инструментами, но менеджерам торговых и особенно промышленных компаний только предстоит освоить и активно применять методы риск-менеджмента.

Управление рисками — сравнительно новая и динамично развивающаяся сфера профессиональной деятельности современного менеджмента. В коммерческих организациях создаются специальные должности риск-менеджеров, участвующих в анализе, обосновании и принятии рискованных решений.

Формирование системы управления риском в организации предполагает:

---

<sup>1</sup> Менеджмент/ под ред. М.М. Максимцова, М.А. Комарова. — М.: ЮНИТИ-ДАНА: Единство, 2002.

создание информационно-аналитической системы и модели управления рисками на основе данных бухгалтерского, статистического, управленческого учета и внеучетных источников;

построение эффективной системы оценки и контроля принимаемых решений;

выделение специального подразделения или работника, занимающегося управлением рисками;

выделение средств и формирование специальных резервов для страхования рисков и покрытия возможных потерь.

На некоторых крупных российских предприятиях созданы и достаточно эффективно действуют системы управления рисками<sup>1</sup>. К таким компаниям следует отнести «Норильский никель», ОАО «Аэрофлот – российские авиалинии». Руководство Управления анализа кризисных ситуаций и рисков компании «Норильский никель» считает, что для создания эффективной политики управления рисками, обеспечивающей прозрачность, устойчивость и непрерывность бизнеса, необходимо четкое соблюдение технологии управления рисками, включающей:

1) анализ всех бизнес-процессов, выявление и отражение в карте рисков всех несистематических рисков с учетом производственной специфики, уникальности вспомогательных и обеспечивающих процессов, географического расположения подразделений компании;

2) внедрение системы текущего мониторинга рисков, основанной на системе риск-индикаторов по всем направлениям деятельности;

3) разработку и четкое соблюдение принципов оценки и прогнозирования рисков, периодическое обновление и тестирование репрезентативной выборки;

4) создание кризис-сценариев – алгоритма действий подразделений компании в кризисных ситуациях;

5) отслеживание соответствия деятельности компании стратегическим целям, определенным руководством компании.

Сегодня российские специалисты выделяют в качестве наиболее существенных проблем в области анализа и оценки рисков отсутствие:

сравнительной базы экономических показателей; стандартизированных методик анализа рисков; специалистов и структур по управлению рисками.

---

<sup>1</sup> Кравченко Н. Инвестиционный анализ. – М.: Дело, 2007.

Формирование современной интегрированной системы информационных ресурсов Росстата дает надежду на то, что востребованные базы данных среднестатистических значений экономических показателей по предприятиям и организациям различных сфер и направлений деятельности скоро будут.

Что касается информационной системы обеспечения риск-менеджмента на уровне отдельных предприятий и организаций, то проведенные исследования ряда крупных российских компаний-производителей<sup>1</sup> показывают полное отсутствие необходимой информации по имеющимся рискам – статистических данных о браке, возвратах продукции, авариях, поломках, сбоях работы оборудования и т.п., что препятствует созданию корпоративной системы управления рисками. Компании, которые не в состоянии наладить риск-менеджмент, могут понести, неожиданные и иногда существенные финансовые потери, которые вредят их репутации в глазах покупателей, работников и инвесторов.

Сегодня методология управления рисками наиболее разработана и законодательно регламентирована лишь в банковской сфере. В ведущих российских компаниях прежде всего крупных развивается система риск-менеджмента, но в большинстве их управление рисками пока не имеет системного характера: отсутствуют стандартизированные механизмы оценки и управления рисками, расхождения возникают даже в основных определениях.

Результаты проведенных исследований показывают, что примерно 20% обследованных крупных российских компаний имеют в своем штате риск-менеджера. Наиболее востребована эта профессия сегодня в коммерческих банках, крупных холдинговых структурах и совместных предприятиях. Средние и малые предприятия и организации практически не занимаются управлением рисками.

По данным опроса руководителей предприятий производственной сферы США, проведенного консалтинговой компанией McKinsey, 36% респондентов – не представляли себе тех рисков, с которыми связан их бизнес; 24% – считают управление рисками в их компании неэффективным; 19% – полагают, что управление рисками в их компании отсутствует.

---

<sup>1</sup> Литовченко С. Подходы к управлению рисками на российских предприятиях // Финансовый директор. – 2003. – № 9.

По результатам обследования, проведенного российским журналом «Финансовый директор», в котором приняли участие более 100 руководителей ведущих российских компаний Москвы и 12 российских регионов, используют комплекс методов оценки и управления рисками, в том числе накопленные знания и опыт менеджеров, оценки независимых экспертов, формализованные процедуры оценки – 50% компаний применяют программные продукты для оценки рисков – 7%; программные и аналитические расчеты рисков отсутствуют, и они полагаются полностью на опыт и знания менеджеров – 43%.

Управление рисками как научная, так и профессиональная специализация представляет собой весьма сложную область менеджмента, так как находится на стыке различных отраслей знаний и требует навыков использования методов математического моделирования, прогнозирования, применения элементов стратегического, финансового и инвестиционного менеджмента, знания специфики страховой деятельности и биржевой торговли. Риск-менеджер участвует в принятии рискованных решений, например, при выдаче кредита или выборе объекта инвестирования. Современный бизнес все больше нуждается в использовании специфических биржевых инструментов управления рисками – срочных контрактов: форвардных, фьючерсных, опционных, используемых как для страхования, так и для извлечения прибыли. Способы управления рисками по целям и применяемым инструментам условно можно разделить на два направления:

методы предупреждения и ограничения риска (экспертиза решений и оценка уровня риска, лимитирование риска, использование гарантий и залога, диверсификация риска и др.);

методы возмещения потерь (резервирование средств и страхование рисков).

На рис. 5.1 представлена условная классификация способов снижения риска: уклонение от риска, диверсификация риска, локализация риска, распределение риска, высокая информатизация процесса управления (получение большей информации о предстоящем выборе и результатах), оптимизация проекта в условиях риска.

**Уклонение от риска.** Самый простой способ избежать риска – это отказаться от него. Этим методом на практике пользуются компании, занимающие прочные позиции на рынке, их руково-



Рис. 5.1. Методы снижения предпринимательских рисков

дители предпочитают избегать рискованных проектов, действовать наверняка, не иметь дел с ненадежными партнерами.

Одним из примеров такого поведения является компания ИВМ. В 1960–1970-х гг. она занимала лидирующее положение на рынке ЭВМ. Она не стала вкладывать средства в развитие нового по тем временам направления производства персональных компьютеров, и в результате отстала и лишилась доминирующего положения на рынке, понесла большие потери. В то время как Билл Гейтс сделал свое состояние именно на разработках новых направлений в программном обеспечении. Таким образом, проведение инновационной политики внедрения новых форм, новых методов, новых продуктов часто оказывается более выгодным, чем производство привычной, зарекомендовавшей себя продукции.

В 2006 г. компания IBM опубликовала результаты проведенного обследования предприятий 20 отраслей экономики из 11 географических регионов развитых и развивающихся рынков (Китай, Индия, Восточная Европа, Латинская Америка). Проведенное исследование показало, что руководители предприятий и организаций считают основными условиями роста наряду с производством новой продукции и услуг, внедрение инновационных бизнес-моделей и производственных процессов. Так, 76% руководителей считают главным источником новых идей – сотрудничество с бизнес-партнерами и клиентами. Что касается внедрения инноваций – сдерживающие факторы сильнее внутри компании, чем внешние барьеры. Только 35% опрошенных руководителей готовы с ними бороться, взяв на себя ответственность за внедрение. При этом существуют стереотипы в различных странах, например, в Японии, Китае, Корее, Восточной Европе 47% руководителей лично способствуют внедрению инноваций.

В Индии, США управление инновациями распределено по разным частям компании и разделено с бизнес-партнерами, и потому только 20% руководителей лично способствуют внедрению инноваций. На наиболее развитых рынках в управлении инновациями особую роль играет операционный директор компании. Более 80% руководителей отмечают, что проведенные в прошлом изменения в их компании, не были очень успешными. Главными преградами для инноваций внутри компании были недостаточный уровень корпоративной культуры и несоответствующий корпоративный климат. Внешними факторами считаются правительственные и другие правовые ограничения. Источниками инновационных идей являются сотрудники компании – 41%, бизнес-партнеры – 38%, клиенты – 36%. Из ресурсов, выделяемых на внедрение инноваций, треть направляется на преобразование модели ведения бизнеса (инновации в структуре и финансовой модели). При этом компании, внедряющие инновации в модель ведения бизнеса, добиваются значительного роста операционной прибыли, а компании, внедряющие инновации в продукцию, сервисы, рынки, получают стабильную (неменяющуюся) прибыль.

**Методы оптимизации риска.** Наиболее трудоемкие методы снижения риска, однако самые эффективные. Суть их заключается в периодической разработке сценариев развития и оценке

будущего состояния предприятия и его внешней среды хозяйствования. Требуется специальная предварительная аналитическая работа, от полноты, корректности и тщательности которой зависит эффективность применения. Относятся к упреждающим методам управления, связанным со стратегическим планированием. Под *стратегическим планированием* понимается изучение потенциала предприятия, прогнозирование внешней обстановки, периодическая разработка сценариев развития и оценка будущего состояния среды хозяйствования, прогнозирование поведения потенциальных партнеров и действий конкурентов. Полученные результаты позволяют уловить тенденции во взаимоотношениях хозяйствующих субъектов, своевременно подготовиться к законодательным изменениям, принять необходимые меры для компенсации потерь от изменения правил ведения хозяйственной деятельности, скорректировать оперативные, тактические и стратегические планы. Стратегическое управление рисками предполагает:

- 1) непрерывный мониторинг внешних условий;
- 2) сбор информации по наиболее значимым для данного проекта рискам;
- 3) внесение корректировок в первоначальную оценку проекта рисков с учетом дополнительной информации по рискам, изменениям во внешней среде и в самом проекте;
- 4) регулярное информирование руководителя о внешних корректировках.

К методам оптимизации рисков можно также отнести лимитирование, резервирование средств на покрытие непредвиденных расходов, а также ориентация на среднюю норму прибыли (доходности): погоня за высокой прибылью резко увеличивает риск.

*Лимитирование* предполагает установление лимита, т.е. определенных сумм расходов, продажи товаров в кредит, сумм вложения капитала и т.п.

Под *резервированием* средств на покрытие непредвиденных расходов понимается установление соотношения между потенциальными рисками и размерами расходов, необходимых для преодоления последствий этих рисков. Такой способ снижения рисков, как правило, используют при выполнении различных проектов. В общем случае резерв используется для финансирования дополнительных работ, компенсации непредвиденных изменений материальных и трудовых затрат, накладных расхо-

дов и других затрат, возникающих в процессе осуществления проекта.

Исключение составляют факторы, не входящие в модель, например, факторы риска набора неподходящей команды. Идентификация таких факторов осуществляется экспертно-аналитическими методами.

**Диверсификация рисков.** Распределение капиталовложений между разнообразными видами деятельности, результаты которых непосредственно не связаны. Предприятие, неся убытки по одному виду деятельности, может получить прибыль за счет другой сферы деятельности. Уменьшение рисков предпринимательской деятельности за счет приема диверсификации может проявляться в следующих направлениях:

расширение сфер деятельности, при которой происходит увеличение числа используемых или готовых к использованию технологий, расширение ассортимента выпускаемой продукции или предоставляемых услуг;

увеличение количества поставщиков сырья, материалов, комплектующих, что позволяет снизить потери от ненадежности отдельных поставщиков, нарушения графика или условий поставок;

расширение рынков сбыта, т.е. работа одновременно на нескольких товарных рынках, ориентация на различные социальные группы потребителей, на предприятия разных регионов и т.д.;

диверсификация инвестиционной политики, т.е. отдача предпочтений реализации нескольких проектов относительно небольшой капиталоемкости или инвестирование капитала в различные виды деятельности (рекомендуется не менее 12 компаний), в различные виды ценных бумаг (оптимальным считается 8–20 видов), оптимизация структуры инвестиционного портфеля (1/3 – крупные фирмы, 1/3 – средние, 1/3 – мелкие).

Диверсификация деятельности способствует наращиванию чистого денежного потока за счет роста эффективности хозяйственной деятельности и позволяет повысить устойчивость предприятия к изменениям в предпринимательской среде.

**Методы локализации риска.** Используются, когда имеется возможность выделить экономически более опасный участок деятельности и сделать его более контролируемым, снизив, таким образом, уровень риска предприятия. Такие методы применяют крупные компании при внедрении инновационных

проектов, освоении новых видов продукции, требующих интенсивных НИОКР, использования новейших непробированных достижений науки и техники, коммерческий успех которых вызывает большие сомнения. Для снижения риска инновационной политики создаются дочерние «венчурные» компании или проведение НИОКР отдается в государственные учреждения (университеты, институты, КБ). В последние годы западные компании все чаще используют российский научно-технический потенциал как способ снижения инновационного риска. Например, при создании нового коммерческого самолета американская фирма «Гольфстрим» для разработки наиболее трудоемкой части проекта – планера самолета привлекла российское КБ им. Сухого, а для создания атомной энергетической установки для своих космических аппаратов – купили проект и натуральный образец атомного реактора у российской фирмы за символическую сумму 9 млн долл. США.

**Распределение риска (диссипация).** Рост размеров и продолжительности инвестирования, внедрение новых технологий, высокая динамичность внешней среды увеличивают риск проекта. Поэтому для его снижения используется разделение риска между несколькими участниками проекта, заинтересованными в успехе общего дела.

К методам распределения риска можно также отнести различные формы партнерских отношений предпринимателей и создание корпоративных структур с горизонтальной и вертикальной интеграцией и диверсифицированной структурой (холдингов, групп и т.д.). Горизонтальная интеграция предпринимательских структур предполагает объединение однородных бизнесов (энергетические, сбытовые, телекоммуникационные компании и пр.). Вертикальная интеграция, или концерны создаются по принципу объединения предприятий одной производственной цепочки (добыча сырья, переработка, выпуск продуктов, потребления, сбыт). Диверсифицированная интеграция объединяет несвязанные бизнесы, включая банки, инвестирующие средства в какие-либо предприятия. При этом риск предпринимательской деятельности снижается и достигается дополнительный эффект, состоящий в том, что поставки сырья и реализация готовой продукции, работ или услуг становятся более предсказуемыми, а следовательно, и более стабильными. Предприятия производственной сферы получают допол-

нительные источники финансирования, средства более быстрой адаптации к рыночным условиям, а финансовые структуры – дополнительные доходы.

Операции факторинга и страхование являются способами разделения риска и в то же время средствами компенсации возможных потерь.

В практике зарубежных банков развитие факторинговых операций связано главным образом с потребностью отдельных поставщиков в ускоренном получении платежей, которые представляются сомнительными. Как правило, в этих ситуациях имеет место риск неуплаты претензий плательщиком вообще. Банк, выкупивший, такие претензии у поставщика, может понести убытки. Операции факторинга относятся к операциям повышенного риска. Размер комиссионного вознаграждения зависит как от степени риска (от уровня «сомнительности» выкупаемого долга), так и от длительности договорной отсрочки. В некоторых случаях он доходит до 20% суммы платежа.

Страхование также считается методом перераспределения рисков и предполагает передачу определенных рисков страховой компании. Российское законодательство предусматривает возможность страхования следующих событий: остановка производства или сокращение объема производства в результате оговоренных в договоре событий; банкротство; непредвиденные расходы; неисполнение (не надлежащее исполнение) договорных обязательств контрагентом застрахованного лица, являющегося кредитором по сделке; понесенные застрахованным лицом судебные расходы; иные события. Таким образом, перечень событий, способных повлечь финансовый ущерб и риск, от наступления которого можно застраховаться, достаточно широк.

Страхование вероятных потерь служит не только надежной защитой от неудачных решений, что само по себе очень важно, но также повышает ответственность руководителей предпринимательской организации, принуждая их серьезнее относиться к разработке и принятию решений, регулярно проводить превентивные меры защиты в соответствии со страховым контрактом.

Рынок страхования в России получил достаточное развитие, в настоящее время действуют около 3000 страховых компаний. В основном это начинающие компании, и только 20% из них осуществляют страховые операции более двух лет.

Прибегая к страхованию финансовых рисков, фирме необходимо выбрать страховую компанию, которая соответствует ее потребностям в обеспечении страховой защиты. Статус «крупной страховой компании» не означает, что она надежная. Но компания, имеющая большой оборот, и в связи с этим большой потенциал, например для инвестиционной деятельности, более устойчива в финансовом отношении, чем страховая компания с небольшими средствами. Взаимоотношения фирмы со страховой компанией основываются на договоре страхования – соглашении между страхователем и страховщиком, регламентирующим их взаимные права и обязанности по условиям страхования отдельных предпринимательских рисков.

За рубежом широко используется и такой вид страхования, как хеджирование (заключение биржевых сделок) – страхование цены товара от риска его нежелательного для производителя падения либо невыгодного для потребителя увеличения. По целям и технике проведения операции хеджирование делится на *хеджирование продажей*, т.е. заключение производителем или товаровладельцем фьючерсного контракта с целью страхования от снижения цены при продаже в будущем товара либо уже имеющегося в наличии, либо еще не произведенного, но предусмотренного к обязательной поставке в определенный срок; *хеджирование покупкой*, т.е. заключение потребителем или продавцом фьючерсного контракта с целью страхования от увеличения цены при покупке в будущем необходимого товара. Таким образом, страхование также можно считать средством компенсации возможных потерь.

**Высокая информатизация процесса управления.** Любое управленческое решение принимается в условиях, когда результаты не определены и информация ограничена. Следовательно, чем полнее информация, тем больше возможностей для лучшего прогноза и снижения риска. Стоимость полной информации рассчитывается как разность между ожидаемой стоимостью какого-либо мероприятия (проекта приобретения), когда имеется полная информация, и ожидаемой стоимостью, когда информация неполная.

Таким образом, риск служит неотъемлемой частью предпринимательской деятельности и оценивается как вероятность потерь, возникающих в виде дополнительных расходов, снижения выпуска продукции, работ или услуг против ожидаемого.

Причиной возникновения риска является недостаточная информация о процессах, происходящих в бизнес-среде. Однако при правильном и умелом руководстве предприятием вероятность риска потерь может быть уменьшена. Учет фактора риска в оценочных и прогностических расчетах предполагает знание классификации видов риска, анализа и обоснования принятия рискованных решений. Создание системы управления риском в организации предполагает:

создание эффективной системы оценки и контроля принимаемых решений;

выделение специального подразделения или работника, занимающегося управлением рисками;

выделение средств и формирование специальных резервов для страхования рисков и покрытия возможных потерь.

### 5.3

#### **Ставка дисконтирования денежных потоков**

Коэффициент пересчета, используемый для приведения будущего денежного потока к текущей стоимости на дату оценки и отражающий ожидаемую или требуемую инвестором (покупателем бизнеса) ставку дохода, называют *ставкой дисконтирования* (в российской литературе встречаются синонимы показателя – ставка дисконта, коэффициент дисконтирования, норма дисконтирования). Другими словами, ставка дисконта – это уровень доходности, на который согласился бы инвестор, принимая решение о вложении средств в конкретное предприятие. Соответственно чем выше уровень риска, связанный с инвестированием в данное предприятие, тем более высокую норму доходности вправе требовать инвестор при прочих равных условиях.

Расчет ставки дисконтирования зависит от типа денежного потока, используемого для оценки в качестве базового: для собственного капитала ставка дисконтирования равна требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал (наиболее применимы методы кумулятивного построения и модель оценки капитальных активов CAPM); для всего инвестированного капитала – на уровне средневзвешенной стоимости капитала (модель WACC).

Метод кумулятивного построения (метод суммирования, кумулятивный метод) основан на формировании ставки дисконта как суммы безрисковой ставки дохода и надбавок за риск инвестирования в оцениваемое предприятие. Метод наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанных как с макроэкономическими и отраслевыми факторами, так и со спецификой оцениваемого предприятия.

Формула расчета ставки дисконтирования:

$$DR = DR_6 + \sum_{I=1}^N R_I,$$

где  $DR$  — ставка дисконтирования;  
 $DR_6$  — безрисковая ставка дохода;  
 $R_I$  — премия за риск вида  $I$ ;  
 $N$  — количество рисков, принимаемых в расчет.

В расчетах методом сценариев и с учетом количественных характеристик неопределенности под *нормой дисконта* понимается безрисковая норма дисконта, выраженная в долях единицы. Норма дисконта отражает скорректированную с учетом инфляции минимально приемлемую для инвестора доходность вложенного капитала при альтернативных доступных на рынке безрисковых направлениях вложений. В современных российских условиях таких направлений практически нет, поэтому норма дисконта считается постоянной во времени и определяется путем корректировки доходности доходных альтернативных направлений вложения капитала с учетом факторов инфляции и риска. Для оценки коммерческой эффективности инвестиций зарубежные специалисты по управлению финансами рекомендуют использовать коммерческую норму дисконта, установленную на уровне средневзвешенной стоимости капитала.

Расчет ставки дисконтирования — дело крайне непростое даже в коммерческом секторе<sup>1</sup>. Расчет реальной процентной ставки по кредитным ресурсам может быть выполнен с применением формулы И. Фишера<sup>2</sup>:

---

<sup>1</sup> Лимитовский М.А. Инвестиции на развивающихся рынках. — М: ИКК «ДеКа», 2002.

<sup>2</sup> Лимитовский М.А. Основы оценки инвестиций и финансовых решений. — М., 1996.

$$(1 + R) = (1 + r) \cdot (1 + i),$$

где  $R$  – номинальная ставка дисконтирования;

$r$  – реальная ставка дисконтирования;

$i$  – темп инфляции (индекс инфляции).

На практике наиболее распространена процедура выбора процентной ставки для расчета текущей стоимости исходя из ставок, преобладающих на денежном рынке страны по состоянию на текущий момент. Применительно к инвестиционным ресурсам государственных органов управления часто предлагается принимать ставку дисконтирования на уровне ставки рефинансирования ЦБ РФ. Это аргументируется тем, что данная ставка, по сути, выражает альтернативную доходность вложения государственных денежных ресурсов, поэтому соответствует общим концептуальным основам определения ставки дисконтирования как минимально приемлемого уровня требуемой доходности инвестирования с учетом возможной доходности от альтернативных вариантов инвестирования.

Однако по поводу этой позиции можно высказать ряд возражений. *Во-первых*, в Российской Федерации ставка рефинансирования является в большей мере условным индикатором, чем реальным ориентиром рентабельности инвестиций, так как объемы рефинансирования коммерческих банков из ресурсов ЦБ РФ довольно малы, а потому ставка рефинансирования не оказывает существенного влияния на стоимость заемных денежных средств, привлекаемых на цели инвестирования. *Во-вторых*, если проанализировать динамику ставки, то явно прослеживается ее зависимость не столько от условий инвестирования в стране, сколько от уровня инфляции и степени кризисности ситуации в банковском сегменте экономики, особенно применительно к 1998 г.

В этой связи более обоснованным и рациональным представляется оценка стоимости денежных ресурсов государственных органов регионального управления исходя из требований к уровню доходности облигационных займов, формируемых на мировых финансовых рынках. Это связано с тем, что в настоящее время именно такие рынки становятся вторым по значимости после налоговых поступлений источником привлекаемых региональными органами управления денежных средств.

Российский рынок региональных и муниципальных заимствований, начавший формироваться в середине 1990-х гг., пережил глубокий спад в период финансового кризиса 1998 г. (по данным рейтингового агентства «Standard & Poor's» 57 регионов России не заплатили по своим долгам 22 млрд руб. за период 1998–2001 гг.). С 2005 г. рынок региональных займов испытывает подъем: летом того же года объем выпуска в обращение субфедеральных облигаций превышал 130 млрд руб. (почти половину из них составляли облигации г. Москвы – 60 млрд руб. Кроме увеличения объемов, эмиссии происходят и качественные изменения: рост объемов отдельных займов, удлинение их сроков, выход на рынок небольших территориальных образований.

По данным международного рейтингового агентства «Mood's» в 2002 г. Московская область занимала 7 место среди регионов России, ее рейтинг составлял Саа1, что соответствовало высокому уровню риска. По итогам рейтинга инвестиционной привлекательности российских регионов, проведенного рейтинговым агентством «Эксперт РА» за 2005–2006 гг., Московская область отнесена к группе регионов с высоким инвестиционным потенциалом и умеренным риском. Активизации инвестиционной деятельности за этот период способствовало подтверждение высокого кредитного рейтинга Московской области. В 2006 г. по данным «Standard & Poor's» кредитный рейтинг Московской области был повышен со «стабильного» до «позитивного»; подтвержден долгосрочный кредитный рейтинг по международной шкале на уровне «ВВ».

С 2001 г. на российском рынке увеличился выпуск корпоративных облигаций, причем динамика их роста обогнала темпы роста фондового рынка в целом<sup>1</sup>. В 2004 г. с помощью выпуска облигаций российские компании привлекли 140 млрд руб. Если в 2001 г. 90% выпуска облигаций приходилось на нефтегазовые компании и РАО «ЕС России», то сегодня в структуре российского фондового рынка корпоративных ценных бумаг представлены такие сферы, как связь, финансово-банковская, металлургия и машиностроение, транспорт, энергетика, химия и нефтехимия и некоторые другие. Операции с государственными ценными бумагами, прежде всего ГКО–ОФЗ<sup>2</sup>, занимают второе

<sup>1</sup> Петров В.С. Роль бирж в повышении информационной прозрачности компаний // ММВБ. – 2005. – Декабрь.

<sup>2</sup> Государственные краткосрочные облигации и облигации федерального займа с постоянным и переменным доходами и амортизацией долга.

место по объему торговли. Однако по-прежнему остается проблема доходности государственных ценных бумаг: 4,5–7% годовых, что значительно ниже уровня инфляции.

Таким образом, подход, основанный на оценке стоимости денежных ресурсов государственных органов регионального управления, исходя из требований к уровню доходности облигационных займов, формируемых на мировых финансовых рынках, можно считать вполне обоснованным. Он предполагает, *во-первых*, анализ рейтинга валютных облигаций региона, в котором находится оцениваемое предприятие; *во-вторых*, оценку доходности других, обращающихся на мировом рынке облигаций муниципальных органов управления с аналогичными рейтингами. Рейтинги присваиваются эмитентам ценных бумаг по результатам финансового положения и платежеспособности.

Рейтинги присваиваются эмитентам ценных бумаг исходя из финансового положения и платежеспособности и служат базой формирования ставки дисконтирования. Такая ставка ежегодно должна корректироваться с учетом изменения:

рейтинга облигаций Российской Федерации в целом и конкретного региона, в частности;

требуемой рынком доходности по облигациям, эмитируемым Правительством РФ;

размеров премии за повышение риска инвестирования, отражаемого в рейтингах облигаций на мировом рынке.

Для определения стоимости инвестиционных ресурсов и соответственно коэффициента дисконтирования целесообразно базироваться на показатели инфляции, изменение рейтинга облигаций региона и оценку доходности других обращающихся на мировом рынке облигаций муниципальных органов управления с аналогичными рейтингами. Для оценки надбавок за риск в оценочной деятельности широко используется метод экспертного определения премий за риск для отдельного предприятия<sup>1</sup> (табл. 5.2). В российской оценочной практике ставка дисконтирования с помощью кумулятивного метода определяется как сумма безрисковой ставки дохода и суммы экспертных оценок премий за риск, и может быть представлена в форме табл. 5.3<sup>2</sup> с характеристикой учитываемых параметров риска.

---

<sup>1</sup> Business Valuation News. – 1997. – Декабрь.

<sup>2</sup> Разработана автором по данным / В.А. Шербаков. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – М.: ОМЕГА-Л, 2006.

Премии за риск для отдельной компании

Вид риска	Вероятный интервал значений, %
Руководящий состав: качество управления	0–5
Размер компании	0–5
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	0–5
Товарная и территориальная диверсификация	0–5
Диверсифицированность клиентуры	0–5
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	0–5
Прочие особые риски	0–5

Кумулятивный метод имеет как достоинства, так и недостатки. Главные недостатки – субъективность оценок по поводу различных рисков конкретного объекта и размытость учета прочих рисков, что на практике иногда приводит к неточным результатам. Однако к преимуществам по сравнению с некоторыми другими методами прежде всего относится детальный учет основных факторов риска, связанных с инвестированием средств в конкретное предприятие. И наконец, данный метод применяется для определения ставки дисконтирования в странах со слабо развитым фондовым рынком, поэтому наиболее распространен в России.

Другим методом расчета ставки дисконтирования денежных потоков, широко применяемым в экономической практике, является модель оценки капитальных активов (САРМ), разработанная У. Шарпом. Им же была разработана модель оценки доходности финансовых активов (Нобелевская премия).

Ставка дисконтирования по модели У. Шарпа определяется по формуле

$$DR = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C,$$

где  $DR$  – требуемая (ожидаемая) норма дохода на собственный капитал анализируемого предприятия;

$R_f$  – доходность безрисковых (абсолютно надежных, обычно государственных) ценных бумаг;

$R_m$  – доходность за текущий период в среднем на рынке ценных бумаг;

- $\beta$  – коэффициент, отражающий уровень риска вложений в данное предприятие, рассчитывается на основе статистических данных;
- $S_1$  – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в конкретную компанию (несистематические риски);
- $S_2$  – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в малое предприятие;
- $C$  – дополнительная норма дохода, учитывающая страновой риск.

Данная модель основана на анализе обширного статистического материала по фондовым рынкам и положении, что доходность ценных бумаг связана с риском прямой зависимостью: чем выше доходность, тем выше риск. На фондовом рынке выделяются два вида рисков: *несистематический* (диверсифицируемый; в основном предпринимательский и финансовый, проявляется в том, что предприятию не удастся получить ожидаемый уровень доходности из-за особенностей, присущих данному конкретному предприятию) и *систематический* (недиверсифицируемый; влияет на все компании, акции которых обращаются на фондовом рынке; определяется макрофакторами, влияние которых полностью устранить диверсификацией инвестиционных вложений нельзя).

Для учета фактора чувствительности конкретных предприятий к макроэкономическим изменениям в модели Шарпа используется показатель систематических рисков  $\beta$ . Большинство  $\beta$ -коэффициентов находятся в интервале  $0,5 + 2,0$ . При  $\beta = 1$  акции компании имеют среднюю степень риска; при  $\beta < 1$  – ценные бумаги анализируемого предприятия можно считать менее рискованными, чем в среднем на рынке. При  $\beta > 1$  ценные бумаги предприятия более рискованные, чем в среднем на рынке. Если в динамике  $\beta$ -коэффициент увеличивается, то вложения становятся более рискованными, но и увеличивается их доходность.

Коэффициент  $\beta$  может рассчитываться статистическим методом на основе информации по динамике акций на фондовом рынке и фундаментальным методом исходя из мнения эксперта-оценщика о состоянии сферы деятельности данного бизнеса и экономики страны и региона в целом.

Из-за ограниченности информационной базы фондового рынка для открытых (публичных) компаний, а также полного отсутствия информации по закрытым компаниям возможности применения данного метода в России пока ограничены.

Расчет ставки дисконтирования с помощью кумулятивного метода и характеристика премий за риск, связанных с инвестированием в конкретное предприятие

(%)			
Вид риска	Характеристика параметров риска	Вероятный интервал значений	Наиболее вероятное значение
Безрисковая ставка дохода (без учета инфляции)	Устанавливается на уровне доходности безрисковых государственных ценных бумаг конкретного территориального образования	0–6	5,7
Руководящий состав: ключевая фигура, качество управления	Наличие квалифицированного управленческого персонала, характеристика ключевой фигуры (личностные, деловые качества, влияние на политику компании), оценка сложившейся практики управления	0–5	2
Размер компании	Крупное, среднее, малое предприятие; монополия или конкурентная форма рынка с позиции предложения (чем больше размеры объекта оценки и степень монополизации в данном сегменте рынка, тем меньше риск)	0–5	4
Финансовая структура (источники финансирования предприятия, зависимость от внешних источников)	Устанавливается по данным финансового анализа оптимальность структуры капитала в совокупности с учетом и оценкой конкретной сферы деятельности (показатели оборачиваемости), размерами предприятия, соотношением постоянных и переменных затрат, формой институционального управления (политикой руководства), сопоставлении со среднеотраслевыми показателями в данном регионе	0–5	1
Товарная и территориальная диверсификация	Оценка структуры товарной специализации бизнеса: наличие сегментов бизнеса (территориальных или операционных); оценка рыночных факторов работы компании в конкретных сегментах рынка (коммуникационная доступность и качество транспортных и логистических услуг, дружелюбность местных органов управления и регулирования в данной сфере деятельности, уровень монополизации). Для монопольного бизнеса премия за риск равна нулю	0–5	2
Диверсифицированность клиентуры	Изучение клиентской базы путем опросов, анкетирования, анализа договоров и контрактов: наличие постоянных клиентов, количество различных категорий потребителей, зависимость от крупных заказчиков	0–5	1
Уровень и прогнозируемость доходов	Оценка ретроспективных финансовых результатов за 3–5 лет работы компании, установление обоснованности бизнес-плана компании в сравнении с динамикой и тенденциями развития конкретной сферы деятельности в стране и регионе	0–5	4
Прочие особенные риски	Оценка специфических (форма собственности, нахождение или использование аренды имущества, ненадежность поставщиков) и при необходимости макроэкономических рисков (государственная поддержка, фондовый рынок, отсутствие стабильности в развитии сферы деятельности). Страновые риски, как правило, учитываются в безрисковой норме дохода	0–5	2
Ставка дисконтирования	21,7		

Для денежного потока всего инвестированного капитала применяется ставка дисконтирования, рассчитываемая и устанавливаемая на уровне средневзвешенной стоимости капитала (модель WACC) как сумма взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли собственных и заемных средств в структуре капитала:

$$DR = WACC = \sum_{I=1}^N K_I \cdot D_I,$$

где  $DR$  – ставка дисконтирования (средневзвешенная стоимость капитала WACC);

$K_I$  – стоимость привлечения капитала из источника  $I$ ;

$D_I$  – доля капитала из источника  $I$  в общей структуре капитала предприятия;

$N$  – количество источников капитала, принимаемых в расчет.

Данную формулу раскладывают по отдельным составляющим капитала на заемный капитал, скорректированный на ставку налогообложения (если расходы предприятия по обслуживанию заемных средств учитываются в себестоимости и потому не облагаются налогом), на акционерный капитал отдельно по обыкновенным акциям и привилегированным акциям.

## 5.4

### Прогноз доходов и расходов

Прогноз доходов и расходов строится на понимании руководством предприятия целей и перспектив будущего развития бизнеса, а также четком представлении финансовых операций и видов деятельности, благодаря которым будут достигнуты желаемые цели. Для прогнозирования будущей прибыли особое значение имеет анализ и оценка финансовых результатов деятельности предприятия. Информация, полученная в результате анализа, и выводы на ее основе принимаются при прогнозе прибыли в той мере, в какой любая оценка должна основываться на прошлом и настоящем опыте, поскольку это позволяет увидеть тенденции развития, установить проблемные точки, выявить резервы и ресурсы, которые можно использовать в дальнейшем для оптимизации прибыли.

Для корректировки и реальной оценки будущих доходов и расходов эксперт-оценщик прежде всего должен определиться с длительностью периода прогнозирования. При оценке стабильно функционирующего бизнеса, как правило, период прогнозирования составляет один год после даты оценки и используется метод капитализации доходов.

Если бизнес нестабилен, финансово неустойчив, а выбран метод дисконтирования денежных потоков, то продолжительность прогнозного периода составляет несколько лет. В экономически развитых странах прогноз доходов и расходов составляется по данным бухгалтерской финансовой отчетности. Поскольку бухгалтерская финансовая отчетность российских предприятий может расходиться с реальной ситуацией, для более корректного прогноза эксперту-оценщику необходимо содействие руководства предприятия для соответствующей корректировки исходной информации, анализ результатов маркетинговых исследований рынков сбыта предприятия.

В прогнозе учитывается объем и качество предоставленной информации, сложившиеся тенденции, взаимоотношения с поставщиками и потребителями, заключенные договора, возможности развития новых направлений деятельности предприятия. Если оценщик имеет полную и достоверную информацию о составе, структуре и качестве основных фондов, о планах собственников и руководителей по приобретению новых фондов, то прогнозировать доходы на будущий период несложно.

Отсутствие информации или недостаток и недостоверность источников при составлении прогнозов требуют применения среднестатистической информации по сфере деятельности в регионе и методов статистического прогнозирования, а также составления не одного, а нескольких вариантов прогноза (оптимистического, наиболее вероятного, пессимистического), каждому из которых присваивается весовое значение, соответствующее вероятности получения спрогнозированных доходов, и конечный результат определяется как средневзвешенное из нескольких вариантов дохода.

Кроме того, оценка будущих доходов может проводиться с учетом инфляции (реальный денежный поток, выражен в ценах будущего периода) и без учета (номинальный — выражен в ценах на дату оценки). Кроме того, при оценке будущих доходов эксперт-оценщик должен учитывать этап жизненного цикла

предприятия (зарождение, динамичное развитие, зрелость, стагнация или упадок) или зону деятельности предприятия<sup>1</sup> (табл. 5.4). В долгосрочной перспективе колебания жизненного цикла могут сглаживаться, и усредненный темп прироста дохода рассматривается оценщиком как постпрогнозный. Главная задача эксперта-оценщика – правильно оценить нестабильность развития бизнеса и причины, влияющие на составляющие денежного потока в первые годы прогнозного периода.

Таблица 5.4

**Характеристика зон деятельности предприятия**  
(оценка уровня использования производственного потенциала)<sup>2</sup>

Зоны деятельности предприятия	Соотношение параметров		Характеристика зон деятельности
	коэффициент текучей эффективности $K_t$	коэффициент потенциальной эффективности $K_n$	
I зона	$K_t < 1$	$K_n > K_t$	Убыточное состояние предприятия, которое не использует свой производственный потенциал, допускает затраты, превышающие результаты, но имеется возможность за счет наращивания объемов производства добиться положительного эффекта при имеющемся производственном потенциале

<sup>1</sup> Казакова Н.А. Методика и организация проведения комплексного экономического анализа инвестиционной деятельности. – М.: Спутник+, 2004.

<sup>2</sup> Производственный потенциал предприятия – способность производить продукцию, выполнять работы и (или) оказывать услуги, измеряемые объемами, которые могут быть произведены в течение периода времени работниками основного производства на базе имеющихся производственных фондов при наиболее эффективном режиме работы и оптимальной организации труда и производства.

Зоны деятельности предприятия	Соотношение параметров <sup>1</sup>		Характеристика зон деятельности
	коэффициент текущей эффективности $K_T$	коэффициент потенциальной эффективности $K_n$	
II зона	$K_T > 1$	$K_n > K_T$	Неубыточное состояние, предшествующее точке равновесия. Сохраняется превышение потенциальной эффективности производства над текущей эффективностью производства $K_n > K_T$ , величины обоих коэффициентов больше 1, а текущая эффективность производства имеет тенденцию к росту. Работа предприятия во II зоне означает рентабельную деятельность предприятия при наличии резервов в использовании производственного потенциала. Имеется возможность увеличения прибыли до максимального возможного значения, характеризующегося равенством потенциальной и текущей эффективности. Попыткам увеличения объема производства при нахождении предприятия во II зоне должно предшествовать техническое развитие производственного потенциала
Точка равновесия	$K_n = K_T$ $K_T > 1$ $K_n > 1$		Точка, соответствующая максимуму прибыли. Теоретически, это абстрактное состояние, которое в силу своей многофакторности, реально может быть достигнуто только на короткий промежуток времени либо не достигнуто

Зоны деятельности предприятия	Соотношение параметров <sup>1</sup>		Характеристика зон деятельности
	коэффициент текущей эффективности $K_T$	коэффициент потенциальной эффективности $K_n$	
III зона	$K_T > 1$	$K_n < K_T$	Рентабельная работа предприятия за точкой равновесия. Рост объема производства при имеющихся мощностях нецелесообразен, требуется их увеличение или техническое развитие производственного потенциала
IV зона	$K_T < 1$	$K_n < K_T$	Перенапряжение и убыточное состояние. Зона нерационального менеджмента, допустившего перенапряжение производственного потенциала вплоть до убыточной работы. Целесообразность инвестиций может быть установлена только после детального анализа субъективных и объективных факторов: на 80% проблема заключается в слабом уровне аппарата управления производством

Текущая эффективность производства ( $K_T$ ) — отношение выручки от продаж к ее себестоимости в текущем отчетном периоде. Потенциальная эффективность производства ( $K_n$ ) — отношение изменения выручки последующего отчетного периода по отношению к предыдущему отчетному периоду к изменению себестоимости за аналогичный период.

Для прогноза дохода используются два основных метода и их вариация (табл. 5.5):

1) косвенный, или поэлементный; прогнозируется каждая составляющая денежного потока с учетом планов руководства, инвестиционного проекта, выявленных тенденций, для отдель-

ных элементов возможна экстраполяция или применение среднестатистических данных по сфере деятельности в регионе;

2) прямой, или целостный; рассчитываются величины денежного потока за предшествующие 3–5 лет с дальнейшей экстраполяцией или по согласованию с администрацией прогнозируется темп роста денежного потока в целом;

формирование тренда дохода на весь прогнозный период и внесение поправок при необходимости (на приобретение оборудования, изменение амортизации, получение незапланированного дохода от продажи материальных активов, учет жизненного цикла или зоны деятельности предприятия и т.п.)

Таблица 5.5

**Прогнозирование выручки и издержек поэлементным методом**

Элемент денежного потока	Основные методы, используемые при прогнозировании
Выручка от реализации продукции, работ, услуг	Экстраполяция Методы отраслевой статистики (темпы роста)
Постоянные издержки	Планирование (планы руководства) Экстраполяция
Переменные издержки	Анализ фиксированного уровня постоянных издержек Элементы планирования Экстраполяция Анализ ретроспективной доли переменных издержек в выручке Элементы планирования

При прогнозировании будущих доходов обязательно должны учитываться не только отраслевые, но и внутривидовые тенденции (направления развития внутри конкретного вида экономической деятельности и ее спецификации).

Российские предприятия оценивают собственный бизнес для различных целей и при этом некоторые из них, имея финансовую отчетность с данными, отличными от реальной величины, не предоставляют эксперту-оценщику другой управленческой информации, считая ее коммерческой тайной. В таких условиях оценщик вынужден применять упрощенные методы прогнозирования типа средних арифметических, средневзвешенных или экстраполяции.

Проблема прогнозирования в оценке бизнеса требует особого внимания со стороны эксперта-оценщика: прогнозы, полученные с применением математических методов, могут давать большие погрешности, и потому должны быть скорректированы с учетом реальных перспектив развития бизнеса и планов руководства организации.

### ***Контрольные вопросы***

1. В чем суть методов анализа рисков предпринимательской деятельности?
2. Каким видам рисков наиболее подвержены российские компании?
3. Какие риски поддаются прогнозированию и оценке?
4. Какова краткая характеристика методов управления рисками предпринимательской деятельности?
5. Каким образом учитываются риски в ставке дисконтирования?
6. Что представляет собой безрисковая ставка дисконтирования?
7. Каким методом рассчитывается ставка дисконтирования для собственного капитала?
8. Какой метод расчета ставки дисконтирования наиболее подходит для всего инвестированного капитала?
9. Как осуществляется расчет реальной процентной ставки по кредитным ресурсам с применением формулы Фишера?
10. Какой метод наиболее широко используется для оценки надбавок за риск в оценочной деятельности (для отдельного предприятия)?
11. Какой метод расчета ставки дисконта применяется в российской оценочной практике?
12. Из каких компонентов складывается величина экспертных оценок премий за риск?
13. В чем состоят недостатки и достоинства кумулятивного метода?
14. Как рассчитывается ставка дисконтирования по модели Шарпа?
15. Почему возможности применения модели Шарпа в России пока ограничены?
16. Что представляет собой метод (модель) средневзвешенной стоимости капитала?
17. Каковы основные методы прогнозирования будущих доходов бизнеса?

# Тема 6

## Анализ и оценка инвестиционной привлекательности бизнеса

### 6.1

#### Оценка стоимости компании как инструмент инвестиционного развития

Вложения в бизнес являются инвестиционными, так как осуществляются с целью отдачи в будущем. Исходя из экономической сущности инвестиций инвестирование есть процесс изъятия из текущего потребления части общественных ресурсов в целях увеличения будущего благосостояния, который осуществляется путем вложения средств и обеспечение контроля их использования. В результате проведения в России в начале 1990-х гг. быстрых и радикальных экономических преобразований и перехода от централизованного администрирования к полной хозяйственной самостоятельности подавляющего числа предприятий произошла потеря системного управления данным процессом. В настоящее время в нашей стране разрабатывается новая практическая система инвестиционного обеспечения реального сектора экономики. Цель – вовлечение в инвестиционный процесс всех возможных источников финансирования и создание условий их эффективного использования.



Рис. 6.1. Процесс движения инвестиций

Одним из источников инвестиций служит часть национального дохода, представляющего собой совокупность сбережений государства, частного сектора и домашних хозяйств. Связь между поставщиками капитала и заинтересованными в его получении хозяйствующими субъектами осуществляется через институт профессиональных финансовых посредников, которые могут иметь и международный статус. Их задача – трансформация накопленных в инвестиции и обеспечение потребностей бизнеса в них.

Проведенный анализ перспективных источников инвестиций в России показал, что реальными возможностями для финансирования развития бизнеса сегодня обладает собственный капитал компаний и частные инвестиции<sup>1</sup>. Если говорить о возможных источниках инвестиций на уровне предприятия, то их совокупность формируют собственные, заемные и привлеченные средства (табл.6.1).

Таблица 6.1

**Структура источников инвестиций на уровне предприятий**

Собственные (внутренние)	Заемные (возвратные)	Привлеченные (безвозвратные)
Уставный капитал	Банковские кредиты	Правительственная помощь в виде субсидий и дотаций
Добавочный капитал	Коммерческие кредиты (кредиторская задолженность)	Кредитные льготы со стороны банков
Нераспределенная прибыль	Средства от эмиссии облигаций и других ценных бумаг	Налоговые льготы государства
Акции	Лизинг	Ускоренная амортизация
Реализация основных средств	Факторинг	Целевые иностранные инвестиции на финансирование определенных проектов (экологические и другие мероприятия)
Страховые выплаты и покрытие потерь и убытков	Франчайзинг	
Амортизационные отчисления	Венчурный капитал	
Резервный фонд	Иностранные инвестиции в виде кредитов	

<sup>1</sup> Казакова Н.А. Указ. соч.

Собственные (внутренние)	Заемные (возвратные)	Привлеченные (безвозвратные)
Инвестиционный фонд  Имобилизованные излишки основных и оборотных средств, нематериальных активов и т.д.	Государственные инвестиционные кредиты в виде прямого финансирования  Другие платные источники субъектов финансового рынка (паевые пенсионные, инвестиционные фонды, страховые компании и пр.)	

Рост стоимости предприятия предполагает рост доходов, собственного капитала, необходимость этого роста заложена в самой особенности бизнеса как товара, являющегося инвестиционным. Таким образом, стоимость корпоративной структуры можно считать целевой функцией управления. Рост стоимости предприятия возможен на основе повышения уровня управления, улучшения финансового состояния предприятия, увеличения рынков сбыта, под влиянием ряда факторов внешней и внутренней среды, что указывает на необходимость исследования комплекса взаимосвязей и разработку механизмов управления формированием стоимости предприятия.

Для достижения цели роста стоимости компании целесообразно ориентироваться не на текущие показатели доходов от бизнеса, а на долговременные денежные потоки с точки зрения того, приносит ли бизнес доход, превышающий стоимость привлеченного капитала. Смысл управления стоимостью компании заключается в создании новой стоимости. Для этого следует выявить влияющие на стоимость факторы и по ним разработать стратегию по увеличению стоимости. Основные направления работы: финансовый анализ для поиска резервов повышения эффективности работы компании, организационное и финансовое реструктурирование. Управление формированием стоимости – непрерывный процесс. Стоимость корпоративной структуры – это целевая функция управления, наиболее значимым механизмом управления формированием стоимости выступает реструктуризация бизнеса.

Процесс реструктуризация бизнеса направлен на поиск новых источников развития исходя из внутренних и внешних факторов с целью эффективного использования производственных ресурсов, приводящего к увеличению стоимости бизнеса. Ключевые направления – лидерство по затратам, выпуск продукции, не имеющей аналогов и т.п.

Управлять формированием стоимости бизнеса можно за счет бизнес-планирования разработки и внедрения инновационного инструментария, позволяющего оптимизировать движущие стоимость факторы:

соотношение постоянных и переменных затрат;

объемы и рынки сбыта;

себестоимость;

время получения доходов;

структура капитала;

достаточное наличие основного капитала и собственных оборотных средств.

По оценкам зарубежных авторов<sup>1</sup>, преобразование бизнеса – это организованное перепроектирование архитектуры корпорации, которое достигается в результате одновременной работы по четырем направлениям: *рефрейминг* (изменение целей существования), *реструктуризация* (структурная перестройки, обеспечивающая конкурентоспособность), *оживление* (ревитализация) (усиление роста компании за счет связей с окружающей средой), *обновление* (преобразования человеческого потенциала).

Обобщая международный опыт, современные востребованные формы реструктуризации предприятий и организаций можно связать с преобразованиями в следующих направлениях:

изменение производственных структур, в том числе замена и модернизация оборудования, рационализация иерархии управления, систем обработки и представления информации;

переориентация деятельности – изменения профиля продукции и услуг в соответствии с требованиями рынка или изменениями общественных условий;

обновление – преобразования в области стилей руководства, поведения руководителей (делегирование ответственности, расширение прав структурных звеньев и отдельных работников, стимулирование творческой деятельности);

---

<sup>1</sup> Гуляев Ф., Келли Д. Преобразование организаций. – М.: Дело, 2000.

переоценка ценностей — изменения в системе ценностей предприятия, его идеологии, предпринимательской культуре, решении социальных проблем.

Реструктуризация нормально работающих и несостоятельных предприятий, несмотря на различие в условиях функционирования, имеет много общего. Для рентабельных предприятий и организаций цели реструктуризации — это стратегические цели компании (рост отдачи на инвестиции, увеличение доли прибыли, приходящейся на одну акцию, повышение благосостояния собственников). Реструктуризация нормально функционирующего бизнеса носит профилактический характер предупреждения возможных кризисов, направлена на сохранение достигнутых размеров, увеличение прибылей, увеличение стоимости бизнеса.

В реструктуризации кризисных предприятий преобладают оперативный характер и среднесрочные цели, такие как восстановление платежеспособности, превращение в нормально работающее предприятие или его ликвидация. Реструктуризация зачастую оказывается не только эффективным, но и единственным способом избежать банкротства и ликвидации. Реструктуризация сопровождается составлением плана финансового оздоровления. Основные задачи реструктуризации состоят в следующих процедурах:

- привлечения кредитных и инвестиционных ресурсов;
- поиска партнеров для совместного бизнеса;
- расширения и укрупнения производства;
- внедрения новых технологий;
- диверсификации и демополизации производства;
- дробления имущественного комплекса на отдельные предприятия.

Выбор дальнейшей стратегии и формы проведения реструктуризации во многом определяется результатами качественного анализа функционирования предприятия, количественной диагностики его финансового состояния и оценки систематических и индивидуальных предпринимательских рисков.

Стратегия развития характерна для развивающегося перспективного бизнеса и современного корпоративного предпринимательства и направлена на диверсификацию деятельности предприятия; включает следующие стратегические шаги:

- расширение сфер деятельности, при которой происходит увеличение числа используемых или готовых к использованию

технологий, расширение ассортимента выпускаемой продукции или предоставляемых услуг;

увеличение количества поставщиков сырья, материалов, комплектующих, что позволяет снизить потери от ненадежности отдельных поставщиков, нарушения графика или условий поставок;

расширение рынков сбыта, т.е. работа одновременно на нескольких товарных рынках, ориентация на различные социальные группы потребителей, на предприятия разных регионов и т.д.;

диверсификация инвестиционной политики, т.е. отдача предпочтений реализации нескольких проектов относительно небольшой капиталоемкости.

Диверсификация деятельности способствует наращиванию чистого денежного потока за счет роста эффективности хозяйственной деятельности. Внешняя финансовая помощь используется в целях расширения наиболее рентабельных видов продукции, услуг, направлений работ, выхода на другие региональные рынки, быстрого завершения начатых инвестиционных проектов.

Большинство проектов реструктуризации российских предприятий осуществлялось при участии консалтинговых компаний, работа которых финансировалась за счет этих программ или кредитов международных организаций. Нарботанные концепции и методики практически однотипны, за исключением расставленных акцентов: западные в качестве приоритетов рассматривают организационные аспекты, необходимость системного подхода к управлению продвижением продуктов, организацию маркетинга; восточные — в том числе технические и технологические проблемы, дисциплину производства и другие.

На несостоятельном предприятии в процессе финансовой реструктуризации проводится финансовый аудит и диагностика. Следующий этап — выбор финансовой стратегии и моделирование финансовых процессов реализации этой стратегии. Контроль и оценка полученных финансовых результатов деятельности завершают этапы финансовой реструктуризации и в то же время закладывают основу реализации долгосрочной стратегии, направленной на рост рыночной стоимости бизнеса.

Финансовое оздоровление начинается с урегулирования денежных потоков, сокращения убытков при росте чистых активов (рис. 6.2).



**Рис. 6.2.** Схема оптимизации денежных потоков и сокращения убытков при росте чистых активов предприятия

Неотложная задача в процессе финансового оздоровления — достижение платежеспособности и безубыточности за счет обеспечения равенства притоков и оттоков чистых денежных средств. Оперативные меры восстановления платежеспособности включают совершенствование платежного баланса и налоговое планирование; регулирование уровня незавершенного производства; трансформацию низколиквидных активов в высоколиквидные; сокращение длительности производственного цикла; конвертацию краткосрочной задолженности в долгосрочную; сокращение производства с выделением эффективных бизнес-единиц; продажу части активов. Под реструктуризацией в целом понимается процесс изменений в производстве, структуре капитала и (или) собственности, носящий стратегический характер. Финансовая реструктуризация, направленная на изменение структуры капитала и (или) собственности, является обязательным инструментом, применяемым для оздоровления предприятия.

Процесс изменений в производстве несостоятельного предприятия на начальном этапе не должен требовать серьезных денежных инвестиций. Этот этап можно провести в сравнительно короткий срок, используя внутренние ресурсы предприятия на сокращение издержек и рост конкурентоспособности продукции. Оптимизация структуры капитала, способная минимизировать расходы, связанные с обслуживанием привлеченного капитала, необходима несостоятельным предприятиям из-за их перегруженности долгами. Кредиторы не согласятся на реструктуризацию без реальной антикризисной стратегии предприятия. Поэтому возникает проблема согласования вариантов финансовой реструктуризации с общим планом финансового оздоровления предприятия.

Изменения в собственности могут включать слияние предприятий с дополняющими друг друга продуктами и рынками, отделение деятельности, не связанной с основным производством, концентрацию усилий акционеров различными способами. Этот вид реструктуризации направлен на восстановление эффективного собственника в ходе реорганизации имущественных отношений<sup>1</sup>, и его главная задача — создать условия для повышения инвестиционной привлекательности предприятия как действующего в длительной перспективе. Такая реструктуризация обычно открывает качественно новый этап жизни бизнеса.

Процесс максимизации добавленной стоимости начинается с инвестирования денежных средств в основные фонды и прирост оборотных средств в целях повышения конкурентоспособности предприятия и его продукции. Приобретение предприятием инвестиционной привлекательности завершает выполнение стратегических задач реструктуризации.

## 6.2

### **Анализ инвестиционного климата и его роль в оценке бизнеса**

*Инвестиционным климатом* называют комплекс политических, географических, экономических, социальных и других условий, характерных для конкретной территории в определен-

---

<sup>1</sup> *Грошев В.А.* Реструктуризация собственности: основы теории и принципа регулирования: Автореф. дисс... д-ра экон. наук. — СПб., 1996.

ное время, которые оказывают влияние на возможности осуществления инвестиций и на их результаты с точки зрения инвесторов<sup>1</sup>.

В исследованиях российских ученых инвестиционный климат рассматривается как степень благоприятности ситуации, складывающейся в стране, регионе, сфере деятельности, по отношению к инвестициям, которые могут быть сделаны в страну, регион, сферу деятельности.

Оценка инвестиционного климата включает анализ факторов, характеризующих потенциал страны по освоению инвестиций и риск их реализации. В том числе:

- 1) природно-климатические ресурсы;
- 2) состояние экологии;
- 3) политическая стабильность, предсказуемость и вероятность возникновения форс-мажорных обстоятельств;
- 4) социально-экономическая ситуация (наличие и качество трудовых ресурсов, доступность и качество системы образования, темпы развития экономики по сферам деятельности, инвестиционная активность бизнеса, состояние бюджета, платежный баланс);
- 5) уровень развития и доступность объектов инфраструктуры;
- 6) качество государственного управления: политика федеральных и местных властей, степень либеральности, состояние нормативно-законодательной системы как базы правового регулирования экономики, защиты прав собственности; уровень преемственности и коррупции;
- 7) качество налоговой системы и уровень налогового бремени;
- 8) качество банковской системы и других финансовых институтов; доступность кредитования;
- 9) открытость экономики, правила торговли с зарубежными партнерами;
- 10) административные, технические, информационные и другие барьеры входа на рынок, уровень монополизации в экономике.

Роль государственных институтов заключается в создании благоприятного климата для осуществления инвестиционной деятельности через обеспечение прав собственности, регулирова-

---

<sup>1</sup> Кравченко Н. Инвестиционный анализ. — М.: Дело, 2007.

ние системы налогообложения, формирование инфраструктуры, функционирование финансовых рынков и рынков труда. Факторы, формирующие инвестиционный климат и стимулирующие привлечение частных инвестиций, представлены в табл. 6.2

Таблица 6.2

**Факторы, стимулирующие привлечение частных инвестиций**

Факторы формирования инвестиционного климата	Направления осуществления государственного регулирования	Направления преимущественно рыночного регулирования
Издержки бизнеса	Налогообложение Бюрократия и коррупция властей <sup>1</sup> Стоимость инфраструктуры и финансирования Рынок труда	Цены на сырье, комплектующие, материалы, трудовые ресурсы Технологические возможности Транспортные и логистические издержки
Риски бизнеса и прав собственности на него	Макроэкономическая стабильность Обеспечение защиты прав собственности и исполнения контрактов Предсказуемость политической и социально-экономической ситуации	Поведение потребителей и конкурентов Природные катаклизмы Внешнеэкономическая и внешнеполитическая ситуация
Препятствия на пути создания социально ориентированного конкурентного рынка	Инфраструктура для развития бизнеса Антимонопольное регулирование экономики Выявление и поддержка социально значимых «точек экономического роста»	Проблемы диверсификации бизнеса, инвестиций, рынков, поставщиков и потребителей Методы конкуренции

<sup>1</sup> По данным российских исследователей объем коррупционных издержек в Российской экономике составляет до 10% ВВП // Институты: от заимствования к выращиванию. – М.: ГУ-ВШЭ, 2005.

Анализ макроэкономической ситуации отражает состояние среды, в которой работают компании. Если экономика испытывает подъем, большинство компаний также демонстрируют рост, и это отражается на динамике рынка инвестиций. Фондовый рынок в свою очередь воздействует на решения индивидуальных инвесторов. Практика западных рынков показывает, что от четверти до половины изменчивости результатов деятельности компаний объясняется изменчивостью состояния экономики в целом<sup>1</sup>. На развивающихся рынках, к которым относится и Россия, влияние общеэкономических факторов на доходы компаний еще выше. Неразвитая инфраструктура и коррупция, низкий уровень регулирования экономики увеличивают издержки компаний, иногда затраты, связанные с ними, могут достигать 25% объема продаж, что более чем втрое превосходит величину налоговых отчислений. Политическая неопределенность, макроэкономическая нестабильность и противоречивое регулирование уменьшают возможности и ослабляют стимулы для привлечения частных инвестиций в российскую экономику.

Благоприятный инвестиционный климат облегчает компаниям вход на рынок и выход из него, что в свою очередь, ведет к росту производительности и ускоряет экономический рост. По оценкам Всемирного банка<sup>2</sup>, снижение барьеров входа на рынок может обеспечить до 30% роста производительности. Фирмы, находящиеся в конкурентной среде, в два раза больше склонны к инновациям, чем фирмы-монополисты. Таким образом, существуют возможности изменения инвестиционного климата: целенаправленные действия со стороны государства и органов регионального управления создают стимулы и возможности для привлечения инвестиций в трех направлениях: воздействуя на излишние издержки бизнеса, уменьшая систематические риски и устраняя препятствия на пути создания социально ориентированного конкурентного рынка.

На повышение инвестиционной привлекательности России в 2004 г. позитивное влияние оказало повышение международными рейтинговыми агентствами суверенного кредитного рей-

---

<sup>1</sup> Jones Ch.P. Investments analysis and management. John Wiley & Sons, 2000. P.305.

<sup>2</sup> Доклад о мировом развитии.2005. Как сделать инвестиционный климат благоприятным для всех. — М.: Весь мир, 2005. [www.worldbank.org/wdr2005/](http://www.worldbank.org/wdr2005/).

тинга России до инвестиционного уровня. В 2004 г. агентство «Fitch» повысило долгосрочный кредитный рейтинг России до инвестиционного уровня. В октябре 2004 г. международное рейтинговое агентство «Moody's Investor Service» пересмотрело прогноз суверенного рейтинга России до «позитивного». В январе 2005 г. международное рейтинговое агентство «Standard & Poor's» повысило кредитный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте с «BB» до «BB+».

Инвестиционный климат России меняется, но не так быстро и равномерно, как хотелось бы. В качестве его позитивных изменений, особенно, начиная с 2000 г., можно назвать формирование налоговой системы, тенденции к легализации бизнеса, определенные успехи в дебюрократизации экономики (упрощение регистрации юридического лица, сокращение лицензируемых видов деятельности, сокращение административного вмешательства, административная реформа).

В то же время ряд намерений, направленных на улучшение инвестиционного климата, не были реализованы или не достигли желаемых целей. В частности, остается актуальным высокий уровень коррупции, результаты административной реформы расходятся с ожидаемыми. Так, 2004 г. ознаменовался значительным повышением политических рисков и ростом давления властных структур на предпринимательский сектор. Налоговая реформа, сократившая ставку налогообложения прибыли и увеличившая список относимых на себестоимость затрат, с другой стороны, ликвидировала многочисленные льготы предприятий и организаций науки, сферы научного обслуживания и некоторых других социально зависимых сфер деятельности, а также отменила льготы по налогообложению прибыли, направляемой на финансирование капитальных вложений производственного назначения, ввела новые виды налогов, ухудшив и без того неустойчивое финансовое положение предприятий и организаций, сократив тем самым и без того низкую их инвестиционную активность.

С народно-хозяйственной точки зрения недостаточно просто увеличивать объем инвестированных средств, что происходит сегодня в нашей экономике, необходимо изменить структурную направленность и качество инвестиционных потоков.

Сегодня выдвигается много примеров и теоретических положений о том, что административные, государственные меха-

низмы инвестирования менее эффективны, чем рыночные. Именно поэтому ключевое значение для будущего развития страны имеет формирование российского рынка капитала, рынка инвестиций.

### **6.3 Теория и практика формирования комплексной оценки инвестиционной привлекательности**

Одним из востребованных развивающихся направлений экономического анализа становится инвестиционный анализ и оценка инвестиционной привлекательности организации.

Традиционные методы оценки финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятий и организаций, рекомендуемые утвержденными соответствующими правительственными органами методическими указаниями, базируются на достаточно большом количестве однотипных показателей, рассчитанных по данным бухгалтерской отчетности, и их сопоставлении с нормативными значениями или рассмотрении их изменения в динамике. Однако создание конкурентной среды, обусловленное переходом российской экономики на рыночные отношения, вынуждает использовать наиболее современные методики оценки, например такие, как оценка кредитоспособности клиентов банка или оценка финансового состояния организаций-участников конкурсных торгов (тендеров). Кроме того, ориентация на какой-то один критерий, даже весьма привлекательный с позиции теории, на практике не всегда оправдана. Поэтому аудиторские фирмы и компании, занимающиеся аналитическими обзорами, прогнозированием и консультированием, финансовые аналитики на фондовом рынке используют для аналитических оценок системы критериев. Безусловно, в этом есть и свои минусы: гораздо легче принять решение в условиях однокритериальной, чем многокритериальной задачи. Вместе с тем любое прогнозное решение подобного рода, независимо от числа критериев, является субъективным, а рассчитанные значения критериев носят скорее характер информации к размышлению, нежели побудительных стимулов для принятия немедленных решений.

Достоверно оценить финансовое состояние и инвестиционную привлекательность предприятия можно только с помощью системы показателей, рассчитанных на основе полного комплекта финансовой отчетности, с учетом знания всех особенностей формирования экономических показателей и их правильного применения, а также с применением другой внеучетной информации о предприятии.

Среди основных существующих разработок в этой области можно назвать методику мониторинга социально-экономического климата российских регионов журнала «Коммерсантъ» (1993 г.); методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности субъектов Российской Федерации; обзоры инвестиционной привлекательности экономических районов России агентства «Юниверс», выделяющие результирующий показатель регионального предпринимательского риска (1993—1995 гг.); методику оценки инвестиционного климата регионов России (Институт экономики РАН); методику оценки региональных рисков в России (Институт перспективных исследований по заказу банка Австрии (1995 г.)); «Рейтинг инвестиционной привлекательности России» агентства «Эксперт-РА» (с 1996 г.); методику расчетов индексов инвестиционной привлекательности регионов (1996 г.), разработанную совместно Экспертным институтом (Россия) и Центром по изучению России и Восточной Европы Бирмингемского университета (Великобритания).

В последнее время за отсутствием официальной методики, адекватной требованиям современного развития российской экономики, в рамках научных исследований разрабатываются и предлагаются к использованию методики, позволяющие комплексно оценивать финансовое состояние и платежеспособность предприятий и организаций. К подобным разработкам можно отнести методики, предложенные Северо-Кавказским государственным техническим университетом, белорусскими специалистами и некоторые др.

В результате изучения практического опыта принятия инвестиционных решений в России и за рубежом был сделан вывод о широком распространении в качестве критерия сравнения и отбора показателя инвестиционной привлекательности. При этом ряд российских и зарубежных методик основан на построении рейтингов инвестиционной привлекательности. Актуальность подобных исследований обусловлена потребностью в интеграль-

ном показателе оценки инвестиционного аспекта экономического развития хозяйствующих субъектов как основы для принятия различных управленческих решений.

Рассмотрим общую методику подобной оценки, позволяющую комплексно оценивать финансовое состояние, платежеспособность, потенциальные стратегические возможности и инвестиционную привлекательность предприятий и организаций как бизнес-партнеров. Применение данной методики имеет практическую направленность прежде всего на интересы самого предприятия. Она может быть реализована в рамках управленческого анализа информационно-аналитической службой предприятия.

Источником информации для анализа является финансовая и управленческая отчетность, а также нормативно-правовые документы организации. Оценка организации осуществляется по трем направлениям.

1. Экономический потенциал и финансовое состояние.
2. Эффективность деятельности и деловая активность.
3. Характеристика бизнес-развития организации.

По каждому определяется совокупность характеристик с соответствующими репрезентативными показателями, для которых устанавливаются критерии оценки. В качестве критериев оценки или их оптимальных значений рекомендуется использовать соответствующие среднестатистические показатели по аналогичной сфере деятельности и желательно с учетом регионального компонента, которые необходимо обновлять ежеквартально или как минимум ежегодно на основе региональной статистической базы данных «БОО»<sup>1</sup>. По совокупности характеристик присваивается оценка предприятию по соответствующему направлению от 1 до 5 баллов. Каждой характеристике и направлению присваивается весовое значение важности в общей оценке предприятия с помощью экспертно-аналитических методов (анализа иерархий Т. Саати, согласования по критериям, логического анализа, расстановки приоритетов и др.). Общая интегральная оценка по направлению и в целом по предприятию вычисляется как сумма произведений соответствующих балльных оценок и их весовых значений.

---

<sup>1</sup> Оптимальные значения, приведенные в данной методике достаточно условны, соответствуют определенной сфере деятельности в конкретном регионе и в данный момент времени и потому использоваться в оценке инвестиционной привлекательности всех организаций не могут.

Таким образом, формируется балльная оценка предприятия по пятибалльной шкале.

**1. Оценка экономического потенциала и финансового состояния.** Выбор оценочных показателей и их критериев связан прежде всего со спецификой бизнеса как сферы деятельности, его размерами, формой институционального управления и типом структуры управления организации.

Финансовое состояние для оценки рейтинга предприятия складывается из нескольких компонент: оптимальность размещения и качество экономических ресурсов, структура источников финансирования, ликвидность и платежеспособность, финансовая устойчивость. Правильное размещение средств организации имеет большое значение в производственно-хозяйственной деятельности: от того, какие средства вложены в основные и оборотные активы, сколько их находится в сфере производства и в сфере обращения, в денежной и материальной форме, насколько оптимально их соотношение, во многом зависят результаты текущей хозяйственной и финансовой деятельности, а следовательно, и финансовое состояние предприятия. В качестве критериев оценки экономического потенциала для предприятий производственной сферы выберем два показателя: долю основных средств в валюте баланса (отношение остаточной стоимости основных средств к валюте баланса в процентах) и коэффициент их износа (отношение начисленной амортизации основных средств к первоначальной (восстановительной) их стоимости, в процентах). В табл. 6.3 приведена оценка экономического потенциала предприятия в баллах в зависимости от его характеристики.

Таблица 6.3

**Оценка наличия экономического потенциала предприятия**

Характеристика и оценка показателей-критериев	Оценка, баллы
Производственно-хозяйственная деятельность организации характеризуется достаточной обеспеченностью основными средствами (более 50% в валюте баланса) и невысоким коэффициентом изношенности (до 40%)	5
Организация, в основном, обеспечена производственными фондами, хотя анализ показывает тенденцию к их сокращению (от 40 до 50%) и (или) их состояние характеризуется изношенностью от 40 до 50%	4

Характеристика и оценка показателей-критериев	Оценка, баллы
В деятельности организации наблюдается нехватка основных средств для обеспечения нормальной производственно-хозяйственной деятельности (от 30 до 40%) и (или) их состояние характеризуется повышенной изношенностью (от 50 до 70 %)	3
Производственно-хозяйственная деятельность организации характеризуется критичной нехваткой основных средств для обеспечения нормальной производственно-хозяйственной деятельности (до 30 %) и (или) их состояние характеризуется высокой изношенностью (от 70 до 80 %)	2
Состояние организации по уровню обеспеченности основными средствами (от 0 до 20%) и (или) степени изношенности (более 80%) находится на грани утраты платежеспособности, так как в этом случае налицо отсутствие основных средств для производства продукции, выполнения работ или оказания услуг	1

Для оценки финансового состояния используются коэффициенты платежеспособности организации (относительные показатели ликвидности, различающиеся набором ликвидных средств, рассматриваемых в качестве покрытия краткосрочных обязательств) и коэффициенты финансовой устойчивости, основанные на изучении объемов, структуры и соотношения кредиторской и дебиторской задолженности предприятия. Отобранные показатели не только дают разностороннюю характеристику устойчивости финансового состояния организации при разной степени учета ликвидных средств, но и отвечают интересам различных внешних пользователей аналитической информации.

Так, для поставщиков сырья и материалов наиболее интересен коэффициент абсолютной ликвидности. Банк, кредитующий данное предприятие, больше внимания уделяет коэффициенту критической ликвидности. Покупатели и держатели акций и других ценных бумаг организации в большей мере оценивают платежеспособность хозяйствующего субъекта по коэффициенту текущей ликвидности. В табл. 6.4 приведены показатели ликвидности и их оптимальные значения (средние данные на основе статистического наблюдения).

Показатели ликвидности и их оптимальные значения

Показатель	Оптимальное значение
Коэффициент общей ликвидности	1,2–1,5
Коэффициент критической ликвидности	0,7–0,8
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,05–0,06

По данному направлению анализа могут быть добавлены относительные и (или) абсолютные показатели финансовой устойчивости, такие как коэффициент финансовой независимости (автономии), коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами и др. Кроме того, значительным фактором, влияющим на платежеспособность и финансовую устойчивость организации, является размер и состав дебиторской и кредиторской задолженности, их доля в общей структуре капитала и темпы их изменения и соотношение. Оптимальное значение для дебиторской задолженности установить достаточно сложно. Для российских предприятий, занимающихся производством товаров, работ, оказанием услуг, уровень дебиторской задолженности можно считать оправданным, когда она не просрочена, а ее удельный вес в валюте баланса не превышает 30%. Превышение данного показателя свидетельствует о неоправданном отвлечении средств. В условиях рыночной экономики одним из важнейших источников заемных средств организации служит кредиторская задолженность. Она возникает вследствие либо существующей системы расчетов между организациями, когда долг одной организации другой погашается по истечении определенного периода, либо из-за несвоевременного выполнения организацией своих обязательств. Анализ кредиторской задолженности рекомендуется проводить в целях выявления уровня финансирования хозяйственного оборота организации за счет отложенных платежей. Кроме того, для оценки финансовой устойчивости важно сопоставить размер кредита, предоставляемого организации поставщиками, заказчиками, подрядчиками (кредиторской задолженности), и товарного кредита, предоставляемого данной организацией своим покупателям (дебиторской задолженности). Для оценки этого фактора финансовой устойчивости введем следующие показатели:

ДДЗ и ДКЗ – доля дебиторской и кредиторской задолженности соответственно в общей структуре капитала организации в процентах (оптимальное значение до 30%);

ДДЗ и ПДКЗ – доля просроченной дебиторской и кредиторской задолженности соответственно в общем объеме соответствующей задолженности организации в процентах (оптимальное состояние – отсутствует);

СДДЗ и СДКЗ – доля просроченной дебиторской и кредиторской задолженности свыше 3 месяцев соответственно в общем объеме соответствующей задолженности организации в процентах (оптимальное состояние – отсутствует);

К/Д – соотношение дебиторской и кредиторской задолженности (оптимальное значение больше 1).

В табл. 6.5 приведены характеристики показателей задолженности предприятия и ее оценка в баллах («+» – соответствует оптимальному, «-» – не соответствует).

Таблица 6.5

**Оценка финансовой устойчивости на основе показателей задолженности и платежеспособности**

Характеристика и оценка показателей-критериев								Оценка, баллы
ДДЗ	ДКЗ	ПДДЗ	ПДКЗ	СДДЗ	СДКЗ	К/Д	Ликвидность	
+	+	+	+	+	+	+	+++	5
+	-	+	+	+	+	+	++-	4
-	-	+	+	+	+	+	-+-	3
-	-	-	+	+	+	-	+--	2
-	-	-	-	-	-	-	---	1

**2. Оценка компании по направлению «Эффективность деятельности и деловая активность».** Деловая активность и эффективность проявляются в динамичности развития организации, достижении поставленных ею целей, что отражается прежде всего в показателях оборачиваемости капитала и рентабельности. Более того, различные субъекты, имеющие непосредственное отношение к конкретному предприятию, могут по-разному подходить к решению этих вопросов.

Деловая активность организации в финансовом аспекте проявляется в ускорении оборачиваемости оборотных средств, что сокращает потребность в них и позволяет организации высво-

бождать часть оборотных средств, меньше требуется запасов сырья, материалов, топлива, заделов незавершенного производства, а следовательно, высвобождаются и денежные ресурсы, ранее вложенные в эти запасы. Высвобожденные денежные ресурсы накапливаются на расчетном счете организации, в результате чего улучшается финансовое состояние, укрепляется платежная дисциплина. Для оценки оборачиваемости и эффективности в табл.6.6 предлагается система показателей, выявляющих деловую активность организации.

Таблица 6.6

**Показатели деловой активности и их оптимальные значения**

Показатель	Оптимальное значение
Период оборачиваемости дебиторской задолженности $T_{дз}$	Не более 90 дней
Период оборачиваемости кредиторской задолженности $T_{кз}$	Не более 90 дней
Период оборачиваемости запасов $T_з$	Не более 90 дней
Период оборачиваемости готовой продукции $T_{гп}$	Не более 30 дней
Период оборачиваемости оборотных средств $T_{ос}$	Не более 150 дней
Соотношение кредиторской и дебиторской задолженности К/Д	$\geq 1$
Рентабельность основной деятельности	$>0$ и $\uparrow$
Рентабельность продаж	$>0$ и $\uparrow$
Рентабельность активов (общая)	$>0$ и $\uparrow$

Оценка показателей выполняется на основании соответствия (+) или несоответствия (-) оптимальным значениям и в зависимости от их сочетания (табл. 6.7).

Таблица 6.7

**Оценка деловой активности организации на основе показателей оборачиваемости и рентабельности**

Характеристика и оценка показателей-критериев							Оценка, баллы
$T_{дз}$	$T_{кз}$	$T_з$	$T_{гп}$	$T_{ос}$	К/Д	рентабельность	
+	+	+	+	+	+	+++	5
+	+	+	+	-	+	+++	4

Характеристика и оценка показателей-критериев							Оценка, баллы
$T_{дз}$	$T_{кз}$	$T_z$	$T_{гп}$	$T_{ос}$	К/Д	рентабельность	
+	+	+	+	-	-	++ -	3
+	+	+	-	-	-	++ -	
+	+	-	-	-	+	+ --	
+	+-	-	-	-	-	+ --	2
-	+	-	-	-	-		
-	-	-	-	-	-	---	1

**3. Характеристика бизнес-развития компании.** Для определения уровня ведения и стабильности производственно-хозяйственной деятельности предприятия оцениваются показатели его бизнес-развития по направлениям:

факторы развития компании;

банковская история;

уровень управления и роль собственников (акционеров) компании;

показатель деловой репутации;

характеристика рыночного риска.

Считается, что такая информация обеспечивает качественную оценку бизнеса и максимально характеризует инвестиционную привлекательность организации.

Положительная динамика показателя чистой прибыли оценивается позитивно как собственниками, так и кредиторами и инвесторами. Однако факторный анализ на базе многофакторных моделей более представителью характеризует качество прибыльности бизнеса, позволяет отобразить намечающиеся негативные процессы и тенденции, с одной стороны, и увидеть имеющиеся резервы дальнейшего развития, с другой. Для оценки качества финансовых результатов организации можно использовать многомерный показатель факторной зависимости общей рентабельности предприятия от структуры затрат по текущей деятельности, влияния прибыльности (убыточности) прочих видов деятельности организации и качественных показателей эффективности использования основных производственных и оборотных средств (табл. 6.8)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Составлена по данным п. 3.2.6.

## Оценка факторов развития компании

Показатели	Анализируемая компонента	Индекс (темпы) изменения показателя за анализируемый период, %		
		>100	>100	<100
Рентабельность всех активов	Общее состояние и динамика бизнеса	>100	>100	<100
1. Доля материальных затрат в выручке	Структура затрат по текущей деятельности	<100	<100	<100
2. Доля затрат на оплату труда в выручке		<100	>100	>100
3. Доля амортизационных отчислений в выручке		<100	>100	<100
4. Доля прочих затрат в выручке		<100	>100	>100
5. Доля сальдо прочих доходов и расходов в выручке	Влияние прочих видов деятельности	<100	>100	>100
6. Фондоёмкость внеоборотных активов	Влияние качественных показателей использования хозяйственных средств	<100	<100	>100
7. Фондоёмкость оборотных активов		<100	<100	>100
Многомерный показатель факторной зависимости общей рентабельности	Общее состояние и динамика бизнеса	(1,0,0,0,0,0,0,0)	(1,0,1,1,1,0,0,1)	(0,0,1,0,1,1,1,1)
Оценка в баллах		5	3	1

Хорошая кредитная история, стабильные обороты по счетам в банке, их значительная величина в соответствии с осуществляемой деятельностью, системы электронных расчетов говорят о перспективном развитии хозяйствующего субъекта. Оценка банковской истории предприятия выполняется в соответствии с критериями в табл. 6.9.

Таблица 6.9

**Оценка банковской истории предприятия**

Характеристика качественных показателей	Оценка, баллы
Отсутствует просроченная задолженность по обслуживанию и возврату кредитов, уплате обязательных платежей в бюджет и внебюджетные фонды; обороты по банковским счетам за год в два раза превышают объемы кредитования; организация пользуется электронными услугами банка	5
Предприятие допускало краткосрочную неуплату кредита, но не более двух раз и по техническим причинам. Отсутствует просроченная задолженность по платежам в бюджет и внебюджетные фонды; обороты по счетам в два раза превышают объемы кредитования; организация пользуется услугами «Электронный банк»	4
Предприятие допускало краткосрочную неуплату кредита более двух раз по техническим причинам либо один раз на длительный период с последующей уплатой всех штрафных санкций. Отсутствует просроченная задолженность по платежам в бюджет и внебюджетные фонды; обороты по счетам за год в полтора раза превышают объемы кредитования; организация пользуется услугами «Электронный банк»	3
Предприятие допускало неуплату кредита более двух раз по техническим причинам и на длительный период с последующей уплатой всех штрафных санкций, с последующим пересмотром классификации кредита; имели место задержки по уплате обязательных платежей в бюджет и внебюджетные фонды; обороты по банковским счетам за год равны объему кредитования; организация не пользуется услугами «Электронный банк»	2
Предприятие не имеет или имеет отрицательную кредитную историю	1

В организации деятельности любого хозяйствующего субъекта, в том числе и в уровне инвестиционной привлекательности немалую роль (а в малом бизнеса на 90%) играет квалификация

и профессионализм руководящего аппарата, информации об акционерах (собственниках). Подобная оценка производится на основе набора факторов (табл. 6.10).

Таблица 6.10

**Уровень управления и роль собственников(акционеров) компании**

Фактор	Критерии оценки факторов	
	положительной	отрицательной
Информация об акционерах	Список акционеров (собственников) прозрачен, они являются реально работающими юридическими/физическими лицами, активно участвующими в управлении организацией	Акционеры являются фиктивными лицами либо действуют в пользу других лиц
Наличие конфликтов между акционером/или руководством	Информация о наличии конфликтов между акционерами и/или между акционерами и руководством организации отсутствует	Имеется информация о наличии конфликтов
Руководитель организации	Прозрачность назначения на должность руководителя, наличие специального экономического и управленческого образования или большого опыта работы на рынке по данному профилю (не менее двух лет), влияние на принятие стратегических решений	Отсутствие прозрачной информации о назначении руководителя, отсутствие специального экономического или управленческого образования или большого опыта работы на рынке по данному профилю (не менее двух лет)
Устойчивость менеджерского состава	Стабильность менеджерского состава, наличие специального образования, опыта, известности в профессиональных кругах	Текучесть управленческих кадров, отсутствие специального образования, опыта и известности в профессиональных кругах
Нормативная и плановая база организации	Наличие внутренней нормативной базы, регулирующей организационную структуру организации, порядок принятия управленческих решений.	Отсутствие внутренней нормативной базы, регулирующей организационную структуру организации, порядок принятия управленческих решений.

Фактор	Критерии оценки факторов	
	положительной	отрицательной
	Наличие оперативного и стратегического бизнес-планов, составляющихся на регулярной основе	Отсутствие оперативного и стратегического бизнес-планов и (или) планы не составляются на регулярной основе
Конфликты с налоговыми и другими государственными органами и трудовым персоналом	Отсутствуют	Наличие негативной информации о конфликтах с государственными органами, наложение штрафов за несоблюдение норм и правил деятельности, конфликты с трудовым персоналом

Балльная оценка факторов уровня руководства и роли собственников в правлении в табл. 6.11.

Таблица 6.11

#### Оценка управления и роли собственников компании в баллах

Характеристика факторов	Оценка, баллы
По всем факторам положительная оценка	5
Положительная оценка по трем факторам	4
Положительная оценка по двум факторам	3
Положительная оценка по одному фактору или отрицательная оценка по всем факторам	1

Деловая репутация организации также оказывает существенное влияние на стоимость бизнеса и его инвестиционную привлекательность и формируется на основании анализа таких факторов, как общественное мнение и расположение деловых партнеров, наличие задолженности по заработной плате персоналу, наличие сертифицированной продукции, работ или услуг, соответствия их стандартам качества, качество документооборота (табл. 6.12).

## Оценка деловой репутации организации

Значения и варианты сочетания показателей	Баллы
<p>Положительные отзывы в средствах массовой информации, положительное общественное мнение (их отсутствие не является отрицательным фактором). Положительные отзывы партнеров. Отсутствие задолженности по оплате труда. Положительная репутация качества продукции, наличие сертификатов качества, ГОСТов</p> <p>Предприятием ведутся все необходимые документы, в них полно и точно отражается учет производственно-хозяйственной деятельности.</p> <p>Достоверность указанных в документах данных сомнений не вызывает. У организации есть внешний и внутренний аудит.</p>	5
<p>Отрицательные отзывы в средствах массовой информации, отрицательное общественное мнение.</p> <p>Положительные отзывы партнеров.</p> <p>Отсутствие задолженности по оплате труда.</p> <p>Положительная репутация качества продукции, наличие сертификатов качества, ГОСТов</p> <p>Предприятием ведутся все необходимые документы, в них полно и точно отражается учет производственно-хозяйственной деятельности.</p> <p>Достоверность указанных в документах данных сомнений не вызывает. У организации отсутствует внешний аудит.</p>	4
<p>Отрицательные отзывы в средствах массовой информации, отрицательное общественное мнение.</p> <p>Отрицательные отзывы партнеров.</p> <p>Отсутствие задолженности по оплате труда.</p> <p>Положительная репутация качества продукции, наличие сертификатов качества, ГОСТов и т.п.</p> <p>Отсутствует внешний и внутренний аудит.</p>	3
<p>Отрицательные отзывы в средствах массовой информации, отрицательное общественное мнение.</p> <p>Отрицательные отзывы партнеров.</p> <p>Наличие задолженности по оплате труда и (или) –</p> <p>Отрицательная репутация качества продукции, наличие сертификатов качества, ГОСТов</p> <p>Предприятием ведутся не все необходимые документы.</p> <p>В документах неполно и неточно отражается учет производственно-хозяйственной деятельности.</p> <p>Достоверность указанных в документах данных вызывает сомнения.</p> <p>Отсутствует внешний и внутренний аудит</p>	1

Достаточно актуальным аргументом для оценки инвестиционной привлекательности организации служит ее адаптация в сегодняшних условиях функционирования, взаимоотношение с партнерами по бизнесу, наличие связей в деловых кругах, зависимость от сезонных колебаний спроса и конкурентоспособность продукции, работ, услуг, зависимость организации от крупных поставщиков и покупателей, иными словами, рыночный риск (табл. 6.13 и 6.14).

Таблица 6.13

**Факторы рыночного риска**

Факторы	Критерии положительной оценки фактора	Критерии отрицательной оценки фактора
Длительность работы на рынке	Длительность работы на рынке более двух лет и/или большая часть хозяйственных связей поддерживается с постоянными контрагентами (более двух лет)	Длительность работы на рынке менее двух лет и (или) большая часть хозяйственных связей поддерживается с непостоянными контрагентами (менее двух лет)
Диверсификация продукции (работ, услуг)	Продукция разнообразна, имеются различные направления сбыта (на внутреннем и внешнем рынках), или продукция не разнообразна, но уникальна	Предприятие специализируется на единичном виде продукции, которая не уникальна, сбыт в основном на внутреннем рынке
Сезонность	Деятельность не зависит от сезонности	Сезонность существует, что предполагает сезонные спады деловой активности
Конкуренция	Отсутствие крупных конкурентов, доля которых по сравнению с объемом реализации составляет более	Имеются крупные конкуренты
Зависимость организации от крупных покупателей и поставщиков	У организации более трех покупателей, на которых приходилось бы более 10% сбыта продукции и (или) поставщиков, на которых приходилось бы более 10% поставляемого сырья, материалов и т.п.	У организации менее трех покупателей, на которых приходится более 20% сбыта продукции и (или) поставщиков, на которых приходится более 20% доставляемого сырья, материалов и т.п.

**Оценка рыночного риска в баллах**

Характеристика факторов	Оценка, баллы
По всем факторам положительная оценка	5
Положительная оценка по четырем факторам	5
Положительная оценка по трем факторам	3
Положительная оценка по двум факторам	2
Положительная оценка по одному фактору	1

Показатели по направлению бизнес-развития организации определяются суммой произведений баллов, выставленных по каждому показателю направления, на вес показателя. По набранному баллу выбирается направление бизнес-развития организации на основе табл. 6.15.

Таблица 6.15

**Характеристика показателей бизнес-развития организации в баллах**

Набранный балл	Комплексная оценка показателей бизнес-развития организации
4,5-5	Высокий профессиональный уровень ведения бизнеса
4-4,5	Хороший профессиональный уровень ведения бизнеса
3-4	Допустимый уровень ведения бизнеса
2-3	Низкий профессиональный уровень ведения бизнеса
1-2	Критический уровень ведения бизнеса

После того как рассчитаны показатели каждого из трех направлений и определена оценка предприятия по каждому направлению в целом, рассчитывается общая, итоговая оценка – рейтинг инвестиционной привлекательности организации. Оценка определяется путем умножения балла, выставленного по каждому из трех направлений, на вес направления в формировании общей оценки организации. Весовое значение важности направления в общей оценке предприятия, устанавливается с помощью экспертно-аналитических методов (анализа иерархий Т. Саати, согласования по критериям, логического анализа, расстановки приоритетов и др.) (табл. 6.16).

**Распределение значимости различных направлений анализа  
в формировании комплексной оценки инвестиционной  
привлекательности организации**

Направления	Вес направления в общей оценке
Экономический потенциал и финансовое состояние	0,35
Эффективность деятельности и деловая активность	0,35
Показатели бизнес-развития организации	0,3
По всем направлениям	1,0

Рейтинг инвестиционной привлекательности предприятия, сформированный с использованием данной методики, и его комплексная характеристика определяются на основании табл. 6.17.

Таблица 6.17

**Комплексная оценка инвестиционной привлекательности предприятия  
и его характеристика**

Рейтинг инвестицион- ной привлека- тельности	Оценка, баллы	Комплексная характеристика предприятия
I	5	Абсолютная платежеспособность, вероятность банкротства практически отсутствует, инвестиционная привлекательность высокая.
II	4	Организация практически платежеспособна, вероятность банкротства низкая, инвестиционная привлекательность на уровне средней по сфере деятельности в регионе.
III	3	Существует потенциальный риск утраты платежеспособности и вероятность банкротства, инвестиционная привлекательность ниже средней по сфере деятельности в регионе.
IV	2	Предприятие находится в критической ситуации, вероятность банкротства высокая, инвестиционная привлекательность низкая.
V	1	Предприятие не платежеспособно, находится на грани банкротства, инвестиционная привлекательность отсутствует.

Применение данной методики имеет практическую направленность прежде всего на интересы самого предприятия. Кроме того, организация мониторинга и создание информационной базы инвестиционной привлекательности предприятий конкретной сферы в регионе позволит эффективно использовать инвестиционный потенциал для развития территориального образования.

Методику оценки инвестиционной привлекательности организации можно применить также для: оценки кредитоспособности предприятия как потенциального заемщика, а также финансового состояния организаций-участников конкурсных торгов (тендеров); управленческого анализа с целью повышения платежной дисциплины и ответственности за принимаемые управленческие решения. При этом необходимо акцентировать внимание на том факте, что при установлении весовых значений показателей и направлений в общей оценке необходимо ориентироваться прежде всего на целевые установки. При оценке платежеспособности организации для целей установления ее кредитоспособности экономический потенциал и финансовое состояние, а также эффективность деятельности и деловая активность организации, которые отражают влияние финансовых факторов на платежеспособность, имеют больший вес в итоговой оценке, чем показатели бизнес-развития. В этом случае ранжирование направлений по степени влияния на итоговую оценку свидетельствует о том, что финансовые факторы выступают как первостепенные, а влияние большинства других факторов на инвестиционную привлекательность организаций проявляется именно через финансовые факторы, в виде изменения их количественного выражения, и, в первую очередь через финансовые индикаторы (коэффициенты абсолютной, критической и текущей ликвидности, финансовой независимости, обеспеченности собственными оборотными средствами и др.).

### ***Контрольные вопросы***

1. Какова структура источников инвестиций на уровне предприятий?
2. Каковы основные направления реструктуризации бизнеса в условиях рыночной экономики?
3. Каковы основные задачи реструктуризации бизнеса?
4. В чем заключается основная стратегия развития бизнеса?

5. В чем заключается урегулирование денежных потоков?
6. Что понимается под инвестиционным климатом?
7. Назовите факторы, стимулирующие привлечение частных инвестиций.
8. В чем состоят издержки бизнеса и возможности их государственного регулирования?
9. В чем суть известных методик оценки инвестиционной привлекательности?
10. Какие показатели-индикаторы используются в подобных методиках?
11. В чем их недостатки применительно к российской практике?
12. Каковы основные направления анализа бизнеса, которые позволяют сформировать наиболее комплексный подход к оценке его инвестиционной привлекательности?
13. Какими показателями может быть оценен экономический потенциал бизнеса и чем это определяется?
14. Какие показатели рекомендуется выбирать для оценки эффективности деятельности и деловой активности бизнеса?
15. Какие критерии (оптимальные значения) количественных показателей бизнеса рекомендуется брать за основу при оценке конкретного бизнеса?
16. Какие характеристики дают качественную оценку бизнеса (показатели бизнес-развития)?
17. Что характеризует показатель деловой репутации?
18. Что понимается под банковской историей?
19. Каковы характеристики рыночного риска?
20. В чем состоят методы установления приоритетов (значимости) различных направлений оценки и показателей?
21. Как формируется интегральная оценка по отдельному направлению и единая оценка инвестиционной привлекательности бизнеса?

# Тема 7

## Использование компьютерных технологий анализа в оценке бизнеса

### 7.1

#### Этапы развития информационных технологий финансового анализа

В системе принятия управленческих решений результаты анализа представляют собой один из важнейших компонентов. На современном этапе развития рыночной экономики полноценная и оперативно выполняемая аналитическая обработка учетной и иной экономической информации немыслима без вычислительной техники. Внедрение в практику управления интерактивных технологий и переход к распределенной обработке данных сделали возможным качественный скачок в организации автоматизированных систем управления (АСУ), в том числе и систем экономического анализа, ориентированных на оценку бизнеса. В последнее время разрабатывается большое количество программных продуктов, способных анализировать данные управленческого и финансового учета и выводить достаточно точные данные о состоянии дел в организации. Стоимость таких компьютерных программ различна; встречаются как бесплатные программы, так и программы, приобретение права пользования которыми стоит десятки, а иногда и сотни тысяч рублей, причем цена не всегда соответствует качеству – даже бесплатные программы могут давать неплохой результат.

Современный этап развития средств и программ автоматизированной обработки информации связан с внедрением в практику управления хозяйствующими субъектами персональных компьютеров (ПК). Отличительными особенностями ПК по сравнению с вычислительными машинами, использовавшими-

ся ранее, являются их малые размеры, повышенная надежность, простота изменения конфигурации и особенно развитые диалоговые функции. Это позволило организовать проведение учетной и аналитической работы на индивидуальном рабочем месте без помощи программиста. Открывшиеся в процессе управления предпринимательской деятельностью новые возможности обработки информации с помощью компьютерной техники, стимулировали разработку и создание новых программных средств, что существенно повысило интерес специалистов, и прежде всего главного бухгалтера, финансового директора и информационно-аналитических служб крупных компаний, к практическому применению компьютерных программ.

Исследование развития программного обеспечения, в том числе программных продуктов по бухгалтерскому учету и экономическому анализу предпринимательской деятельности, позволяет выделить восемь основных этапов развития средств механизации и автоматизации управления деятельностью хозяйствующих субъектов (табл. 7.1).

Таблица 7.1

**Развитие средств механизации и автоматизации  
управления деятельностью организации**

Этапы	Предпосылки возникновения и содержание этапа
Механизация отдельных экономических вычислений и расчетов	Первоначальная механизация отдельных экономических вычислением и расчетов. Связан с внедрением первых счетных машин в практику учетно-аналитической работы (конец XIX в. — начало 1920-х гг.).
Внедрение клавишных и перфорационных вычислительных машин	Внедрение клавишных и перфорационных вычислительных машин (КВМ и ПВМ) для механизированного учета и простейших аналитических расчетов на промышленных предприятиях (середина 1920-х гг. — середина 1940-х гг.).
Использование вычислительных установок	Внедрение и использование разнообразных вычислительных установок (бухгалтерских, фактурных, номенклатурно-адресовальных машин), в том числе машин с автоматическим вводом исходных данных или счетно-перфорационные машины, для механизации различных стадий учетного процесса, главным образом на крупных предприятиях (середина 1940-х — конец 1950-х гг.).

Этапы	Предпосылки возникновения и содержание этапа
Создание универсальных и специализированных электронных счетных (цифровых) машин	Производство и внедрение в целях механизации учетно-статистических и вычислительных работ универсальных и специализированных электронных счетных (цифровых) машин. Начало автоматизации учетной работы на предприятиях страны, переход от механизации учетной работы к ее автоматизированной обработке (конец 1950-х – середина 1970-х гг.).
Этап внедрения автоматизированных систем управления	Широкое внедрение и развитие автоматизированных систем управления (АСУ) (середина 1970-х – конец 1980-х гг.).
Создание и внедрение персональных ЭВМ	Внедрение в практику управления хозяйствующими субъектами персональных ЭВМ (ПЭВМ) – персональных компьютеров, начало этапа компьютеризации процесса управления, появления первых компьютерных программ по бухгалтерскому учету (конец 80-х – начало 90-х гг.).
Интеграция ПК на основе локальных вычислительных сетей	Интеграция ПК на основе локальных вычислительных сетей (ЛВС), активного внедрения компьютерных технологий в практику прежде всего бухгалтерской работы, отказ от распределенной обработки данных в пользу их централизованной обработки (конец 1990-х гг.).
Появление и внедрение Интернета и Интернет-технологий	Появление и внедрение Интернета и Интернет-технологий, создание многопользовательской среды и на этой основе возврат к централизованным технологиям обработки данных (конец 1990-х гг. по настоящее время)

Исследование вопросов развития методики экономического анализа и возможностей обработки экономической информации позволяет в качестве одной из основных характеристик современного этапа развития экономического анализа выделить все более широкое и активное внедрение и использование в практике аналитической работы средств и технологий ее автоматизации. Только теперь научно-технический прогресс позволяет разрабатывать программные продукты, обеспечивающие проведение экономического анализа в режиме реального времени с необходимой степенью детализации и комплексности.

Применение компьютерных технологий повышает эффективность аналитической работы финансовых экспертов. Это достигается за счет сокращения сроков проведения анализа; более полного охвата влияния факторов на результаты хозяйственной деятельности; замены приближенных или упрощенных расчетов точными вычислениями; постановки и решения новых многомерных задач анализа, практически не выполнимых вручную и традиционными методами.

Компьютеры становятся неотъемлемой частью рабочего места экономиста, а его деятельность приобретает характер автоматизированного труда. В связи с этим автоматизация экономического анализа на базе компьютеров становится объективной необходимостью. Она обусловлена ростом значения качественного информационного обслуживания процесса управления хозяйственной деятельностью, бурным развитием технических возможностей современных компьютеров.

Методика экономического анализа, ориентированная на применение компьютеров, должна удовлетворять требованиям системности, комплексности, оперативности, точности, прогрессивности, динамичности. Только на основе выполнения этих требований обеспечиваются познание состояний управляемого объекта и тенденций его развития, систематическое и целенаправленное повышение эффективности хозяйственной деятельности по результатам анализа.

Экономический анализ поднялся на новую ступень в связи с применением для обработки экономической информации компьютеров. Новые возможности, открывшиеся для анализа, обусловлены исключительными особенностями компьютеров — низкая стоимость, высокая производительность, надежность, простота обслуживания и эксплуатации, гибкость и автономность использования, наличие развитого программного обеспечения, диалоговый режим работы и др.

Применение компьютера позволяет реально повысить производительность труда экономиста, бухгалтера, плановика и других специалистов за счет децентрализации процесса автоматизированной обработки финансовой информации, совмещения непосредственно на рабочем месте их профессиональных знаний с преимуществами электронной обработки информации. Согласованную работу всех устройств компьютера и их взаимодействие с человеком обеспечивает программное обеспечение

финансового аналитика. Для анализа в условиях компьютерной обработки данных характерно:

*Во-первых*, сохранение целостности анализа при условии децентрализованной обработки информации. В теории анализа хозяйственной деятельности уже много сделано для достижения системности, функциональной, технической, методической и информационной совместимости составных частей анализа в единое целое. Благодаря этому достигаются объективность анализа и его достоверность. В условиях децентрализованной обработки информации целостность анализа не разрушается, не отменяется единство целей и задач анализа с точки зрения его системных свойств.

*Во-вторых*, соединение процесса обработки информации с процессом принятия решения. Практически пользователь не мог воздействовать на ход расчетов, на методику анализа и обобщения. В конечном счете, это сказывалось на ухудшении качества принимаемых решений. В условиях применения программных продуктов аналитические задачи решаются непосредственно самим пользователем на своем рабочем месте. Аналитик ведет личный контроль над всеми стадиями процесса обработки аналитической информации, имеет возможность оценить полученные результаты, грамотно использовать их для обоснования управленческих решений, удовлетворения разнообразных информационных потребностей управляющей системы.

*В-третьих*, повышение оперативности и действенности анализа. В условиях применения программных продуктов анализ непосредственно следует за учетом, а также выполняется в ходе хозяйственного учета. Программное обеспечение аналитика превращает подсистему аналитического обеспечения управления хозяйственной деятельностью в постоянно действующий фактор повышения эффективности производства за счет активизации всего информационного фонда предприятия.

Также следует отметить, что успех деятельности любой организации не возможен без информационной поддержки. Многие предприятия осознали необходимость не только перехода на автоматизированную схему деятельности, но и на дальнейшее совершенствование в этих вопросах, где фирма может улучшить свою работу за счет:

автоматизированного ввода информации по первичным документам;

ввода информации в реальном времени;  
автоматического получения необходимой аналитической и бухгалтерской информации;  
наглядности представления информации;  
уменьшения вероятности возникновения ошибок.

Ведение хозяйственного учета и, следовательно, принятие управленческих решений имеют свои особенности: многообразие специфических документов, сложность аналитического учета и расчета себестоимости и т.д. В этой связи система автоматизации, основанная на информационной базе, позволит в дальнейшем повысить эффективность работ и наметить пути новых возможностей в деятельности предприятий.

Информационная база представляет собой сферу деятельности предприятий со своей сложившейся инфраструктурой, которая, с одной стороны, входит в инфраструктуру всего предприятия, а с другой стороны, является самостоятельной сферой для бухгалтерского и оперативного учета. Руководство организации осознает, какое важное воздействие оказывают информационно-технологические решения на сам хозяйственный процесс и культуру предприятия.

Для получения таких информационно-технологических решений необходимо использование программного обеспечения, которое призвано снизить организационную сложность обработки информации на предприятиях. Если ранее это достигалось сложными вычислениями и обработками на компьютере больших объемов документации, то в настоящее время непрерывно усложняющаяся информация совершенствуется с помощью современных программных средств.

В настоящее время существуют такие пакеты прикладных программ, с помощью которых можно не только постоянно информировать руководство предприятия о его работе, но и принимать управленческие решения. Большая степень ответственности сейчас лежит в основном на информационных системах, созданных на предприятиях. Они в свою очередь связаны с конкретной производственной деятельностью и потоками бухгалтерской, налоговой и нормативно-справочной информацией. Спрос на оперативность получения экономической информации (независимо от того, будет ли создана информационная система или нет), ее систематизацию и обобщение велик. Как в первом, так и во втором случае необходимо использование про-

граммных продуктов. Они являются комплексным информационным ресурсом как учета, так и экономического анализа в обосновании управленческих решений.

## 7.2

### **Сравнительный обзор программного обеспечения, ориентированного на оценку бизнеса**

На сегодняшний день имеется огромное количество компьютерных программ, которые являются ключевыми звеньями в соединении информационной базы для учета, планирования и финансового анализа. В качестве примера рассмотрим некоторые из них (табл. 7.2).

**1. ИНЭК–Аналитик.** Старейшая программа финансового анализа. Выпускается с 1993 г., имеет несколько тысяч пользователей, рекомендована Управлением по банкротству (Федеральной службой по финансовому оздоровлению и банкротству, ныне ФНС). Выбрана для рассмотрения из программ группы «Инэк», так как является наиболее популярной, и с точки зрения финансового анализа это наиболее сильная система в первую очередь по методическому наполнению. К тому же, включая возможности программ «ИНЭК-АФСР» и «ИНЭК-АДР», дополнительно позволяет выполнить весь комплекс работ по планированию деятельности предприятий. Использование программного комплекса «ИНЭК – Аналитик» позволяет проводить всесторонний анализ финансово-экономической деятельности предприятия в динамике за ряд периодов.

Из всего многообразия показателей и коэффициентов программный комплекс отбирает ключевые, характеризующие все стороны хозяйственной деятельности предприятия – эффективность деятельности, рискованность бизнеса и финансовая устойчивость предприятия, долгосрочные и краткосрочные перспективы платежеспособности, качество управления предприятием. На основе отобранных показателей рассчитывается комплексная оценка финансового состояния предприятия с отнесением его к одной из четырех групп (первая – высокорентабельные предприятия, имеющие отличные шансы для дальнейшего развития; вторая – предприятия с удовлетворительным

Таблица 7.2

## Аналитические возможности наиболее распространенных современных продуктов

Возможности		Audit Expert	Project Expert	ИНЭК- АФСП	ИНЭК- Аналитик	БЭСТ- Офис	Экспресс- Анализ
Анализ использования ресурсов базы предприятия	ретроспективный	-	-	-	+	+	-
	прогнозный	-	-	-	+	-	-
Финансовый анализ	ретроспективный	+	-	+	+	+	+
	прогнозный	-	+	-	+	-	-
В том числе проведение анализа:							
Структуры финансовых результатов		+	+	+	+	+	+
Динамики финансовых результатов		+	+	+	+	+	+
Вертикального анализа бухгалтерского баланса		+	+	+	+	+	+
Ликвидности		+	+	+	+	+	+
Платежеспособности и финансовой устойчивости		+	+	+	+	+	+
Оборачиваемости средств и капитала		+	+	+	+	+	+
Рентабельности		+	+	+	+	+	+
Движения денежных средств		+	+	+	+	+	+
Корректировка стоимостных показателей информационной базы		+	+	-	-	-	-
Графическое представление результатов анализа		+	+	+	+	+	+
Автоматическое формирование выводов по результатам анализа		-	-	+	+	+	+
Использование в анализе данных внутреннего учета и висчетной информации		+	+	-	+	+	-

Возможности		Альт- Финансы	Альт- Инвест	Альт- Прогноз	Финансо- вый ана- лиз (ДИЦ)	NS2000	Инталев: Бюджетное управление для IC: Предпри- ятие
Анализ использо- вания ресурсной базы предпри- ятия	ретроспективный	—	—	—	—	+	+
	прогнозный	—	+	+	—	+	+
Финансовый анализ	ретроспективный	+	+	+	+	+	+
	прогнозный	—	+	+	—	+	+
В том числе проведение анализа:		+	+	+	+	+	+
Структуры финансовых результатов		+	+	+	+	+	+
Динамики финансовых результатов		+	+	+	+	+	+
Вертикального анализа бухгалтерско- го баланса		+	+	+	+	+	+
Ликвидности		+	+	+	+	+	+
Платежеспособности и финансовой устойчивости		+	+	+	+	+	+
Оборачиваемости средств и капитала		+ —	+ —	+ —	+	+	+
Рентабельности		+ —	+ —	+ —	+	+	+
Движения денежных средств		+ —	+	+	—	+	+

Корректировка стоимостных показате- лей информационной базы	+ —	+ —	+ —	—	—	—
Графическое представление результа- тов анализа	+	+	+	+	+	+
Автоматическое формирование выво- дов по результатам анализа	—	—	—	—	—	—
Использование в анализе данных внутреннего учета и внеучетной ин- формации	+ —	—	—	—	+	+

Примечание. (+) — имеется возможность реализации функции, (—) — отсутствует возможность реализации функции, (+ —) — функция представлена в меньшей степени, по сути лишь обозначена.

уровнем доходности, третья — предприятия, находящиеся на грани финансовой устойчивости, четвертая — предприятия, находящиеся в глубоком кризисе). Использование данного комплексного показателя позволяет не только проследить изменения финансового положения предприятия в динамике, но и определить его рейтинг по отношению к другим предприятиям и организациям.

Программный комплекс «ИНЭК — Аналитик» позволяет оценить результаты деятельности предприятия по наполнению бюджетов разных уровней (федеральный, региональный, муниципальный). Показатели финансового состояния предприятия можно проанализировать за указанный период или в динамике за ряд месяцев, кварталов или лет, а также сравнить их с рекомендуемыми значениями. Анализ проводится не только по исходным значениям показателей, но также по базисным и цепным темпам их роста и прироста. Результаты анализа автоматически пересчитываются в любой вид валюты.

Программный комплекс «ИНЭК — Аналитик» позволяет формировать собственные методики финансового анализа, описывая алгоритмы расчета используемых в них показателей. При создании собственных методик анализа специалисту предоставляется возможность использовать как исходные, так и аналитические данные: баланс (ф. № 1), отчет о прибылях и убытках (ф. № 2), дополнительные данные по балансу и отчету, аналитические баланс и отчет, нормализованные и трансформированные балансы, движение денежных средств. При создании собственных методик анализа не надо быть программистом, так как специалисту предоставляется чрезвычайно доступный механизм выбора формул расчета показателей с возможностью их просмотра и формирования собственных комментариев к созданным показателям. Баланс и отчет о прибылях и убытках предприятия приводятся на русском и английском языках в стандартах GAAP (Generally Accepted Accounting Principles, США) и IAS (International Accounting Standards), принятых в странах ЕС. Дополнительно проводится анализ в соответствии с законодательством. Также следует отметить особую успешность программы в аспекте разработки и анализа бизнес-плана. По результатам VIII Международного конкурса программного обеспечения в области финансов и бизнеса «Бизнес-софт 2001» программный комплекс признан победителем в классе составления биз-

нес-планов организации. Данная программа может быть рекомендована к использованию в крупных организациях.

**2. Программы группы «Expert-systems».** «Project Expert» – инструмент разработки бизнес-планов и анализа инвестиционных проектов. Project Expert позволяет решать задачи разработки бизнес-плана, проектирования развития бизнеса, анализа инвестиционных проектов для предприятий любой отраслевой принадлежности и масштабов деятельности. В основу работы Project Expert – программы для составления бизнес-плана – положено построение финансовой модели предприятия, учитывающей изменения экономического окружения. Project Expert обеспечивает составление бизнес-плана, создание проектов развития предприятий любой сложности, давая возможность оценить и окупаемость нового оборудования, и эффективность диверсификации деятельности предприятия. С его помощью можно «проиграть» варианты организации производства тех или иных видов продукции, закупок и сбыта и т. д. и осуществить выбор оптимальных. Система позволяет сравнить различные варианты инвестиционного проекта и провести в рамках проектного анализа количественную оценку рисков.

Реализация проекта контролируется в Project Expert путем сравнения планируемых и фактических денежных потоков. Бизнес-план инвестиционного проекта, созданный в Project Expert, соответствует международным стандартам: в основу системы положена методика анализа инвестиционных проектов UNIDO, а результаты расчетов представляются в форме, рекомендованной стандартами IAS. Такой бизнес-план предприятия незаменим для привлечения средств как российских, так и зарубежных инвесторов и кредитных организаций.

**Audit Expert** – инструмент внешнего и внутреннего анализа финансового состояния предприятия. Программа для анализа финансового состояния предприятия на основании его финансовой отчетности позволяет осуществлять временной, структурный и трендовый финансовый анализ, расчет различных финансовых показателей, получение отчетов и заключений по результатам анализа. В Audit Expert реализованы различные методики финансового анализа, включая анализ кредитоспособности заемщика, подготовки годового отчета (АО), а также элементы бенчмаркинга – сравнение финансового состояния предприятия с компаниями-конкурентами или лидерами отрасли.

Audit Expert преобразует данные бухгалтерской отчетности к сопоставимому виду, соответствующему стандартам IAS, даст возможность поштатейной переоценки активов и пассивов баланса. Провести регламентированный анализ финансового состояния АО и ФГУП, анализ рентабельности, платежеспособности, ликвидности и финансовой устойчивости предприятия, факторный анализ рентабельности собственного капитала, оценить кредитоспособность заемщика, оценить риски банкротства предприятия, выявить признаки фиктивного или преднамеренного банкротства – все это позволяет спектр из 24 методик, уже «защитых» в систему. Автоматически формируемые экспертные заключения существенно упрощают подготовку отчетности по результатам финансового анализа. Audit Expert предоставляет пользователю возможность реализовать и собственные наработанные методики финансового анализа. Audit Expert – единственная в России система подобного класса, позволяющая формировать консолидированную отчетность и проводить на ее основе анализ финансового состояния группы компаний. Упорядочить предприятия по значениям различных финансовых показателей, а также сложным критериям, созданным на их основе самим пользователем, помогает реализованный в системе механизм ранжирования группы предприятий. По результатам финансового анализа можно подготовить отчет произвольной формы, включить в него различные таблицы, графики и диаграммы.

**Prime Expert.** Планирование и принятие инвестиционных решений для роста стоимости компании. Инвестиционные решения являются средством создания конкурентных преимуществ. Для использования вновь открывающихся возможностей, для быстрой реакции на изменения принимать инвестиционные решения необходимо непрерывно, а не разово, не только в рамках долгосрочного планирования на 3, 5, 10-летнюю перспективу. Компании требуется своевременно вносить коррективы в планы инвестиций, оценивать не только сам инвестиционный проект, но и эффективность всей ее инвестиционной деятельности.

Prime Expert обеспечивает анализ планируемой инвестиционной деятельности компании, позволяет наглядно и детально моделировать ее финансовые операции, обеспечивая создание адекватной планируемому бизнесу финансовой модели. Анали-

тические возможности программы позволяют провести финансовый и инвестиционный анализ, многовариантное сравнение. Prime Expert позволяет выявить и сравнить цепочки создания стоимости, провести оценку прибыльности клиентов.

**3. Альт—Финансы.** Программный продукт «Альт—Финансы» предназначен для выполнения комплексной оценки деятельности предприятия, выявления основных тенденций его развития, расчета базовых нормативов для планирования и прогнозирования, оценки кредитоспособности предприятия. Проведение детального финансового анализа и управленческая интерпретация полученных результатов позволят найти оптимальный путь развития, разработать программу финансового оздоровления предприятия, находящегося на грани банкротства, обосновать инвестиционное решение. Открытость и адаптивность программного продукта «Альт—Финансы» предоставляют пользователю возможность самостоятельно вносить изменения в программу, учитывая свои требования или конкретные условия. С помощью программного продукта «Альт—Финансы», используя данные стандартной бухгалтерской отчетности, рассчитываются финансовые показатели, характеризующие:

- ликвидность;
- платежеспособность;
- оборачиваемость;
- финансовую устойчивость;
- рентабельность;
- эффективность использования финансовых ресурсов.

Пользователь также имеет возможность выполнять финансовый анализ, используя как старые, так и новые формы бухгалтерской отчетности. С помощью специально написанной макрокоманды, бухгалтерская отчетность автоматически переводится из старого в новый формат. Программный продукт «Альт—Финансы» использует основные методы проведения анализа:

- горизонтальный* — анализ тенденций, при котором показатели сравниваются с аналогичными за другие периоды;
- вертикальный* — анализ, при котором исследуется структура показателей путем постепенного углубления и детализации;
- сравнительный* — анализ, при котором исследуемые показатели сравниваются с аналогичными среднеотраслевыми или показателями основных конкурентов.

Кроме того, пользователь располагает возможностью проведения факторного анализа изменения показателя общей ликвидности, рентабельности собственного капитала и других показателей. Анализ финансового состояния заемщиков по программе кредитования малого и среднего бизнеса, реализуемой в России Европейским Банком Реконструкции и Развития, в Петербурге выполняется с помощью системы, созданной на базе программы «Альт–Финансы». С помощью этого программного продукта оператор кредита – Банк «Петровский» – оценивает финансовую информацию, предоставленную претендентами на получение кредита.

Аудиторская компания «ВИТ-Аудит» проводит с помощью системы «Альт – Финансы» комплексный ретроспективный анализ финансового состояния своих постоянных клиентов финансового анализа предприятия. На основании проведенных проверок и анализа даются рекомендации по оптимизации управления финансами. Программа реализована в форме шаблона для Microsoft Office Excel. В состав шаблона входит лист с таблицами исходных данных и результатов и около десятка листов с графиками. Набор финансовых показателей вполне достаточен и сделан на хорошем уровне. Естественно, программа, построенная на Excel, получает все возможности этой электронной таблицы. Структура данных при работе с балансом и финансовыми показателями достаточно проста, поэтому дописывать собственную аналитику несложно. «Альт – Финансы» – единственная программа, которая может полностью переводить все свои таблицы на английский. Для сравнения, «ИНЭК – Аналитик» переводит только две таблицы из нескольких десятков, а «Audit Expert» – только стандартные отчеты (около 60%), исходные же таблицы переводит только «Альт – Финансы». Для анализа динамики показателей, если только они не выражены в относительных единицах, нужно исключить влияние инфляции. Это может быть приведение к стабильной валюте или использование других дефляторов. В программе «Альт – Финансы» этого нет.

**4. Excel Financial Analysis.** Модуль для проведения оценки финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Это единственная бесплатная программа из рассмотренных выше. После заполнения или импорта из IS исходных форм программы (ф. № 1, 2, 5 финансовой отчетности) рассчитывается ряд таб-

лиц, в которых оценивается финансово-хозяйственная деятельность предприятия.

Анализ финансовых коэффициентов производится путем сравнения полученных значений с рекомендуемыми нормативными величинами, играющими роль пороговых нормативов. Чем удаленнее значения коэффициентов от нормативного уровня, тем ниже степень финансового благополучия предприятия. Также в программе: вертикальный и горизонтальный анализ уплотненного нетто-баланса; система из 48 показателей финансово-хозяйственной деятельности; анализ экономического потенциала на основе оценки имущественного положения, финансового состояния, наличия «больных» статей в отчетности; оценка результативности финансово-хозяйственной деятельности. Все формулы программы открыты и доступны для редактирования. Разработка создана стандартными средствами Microsoft Office Excel, что обеспечивает ей высокую надежность в работе. Специальной установки не требуется. Программа позволяет не только быстро оценить «общий уровень благосостояния» предприятия и его перспективы, но также подготовить графики, иллюстрирующие основные показатели предоставленной финансовой отчетности. Разработка может быть интересна не только для маркетологов, бухгалтеров, руководителей предприятий. Она представляет практический интерес для любых пользователей, поскольку позволяет получить общую оценку о степени устойчивости интересующего предприятия на основании стандартной сводной отчетности о его деятельности.

**5. Программа «Финансовый анализ + Оценка бизнеса».** Особо отметим данную программу, так как она сочетает возможности двух программ «Финансовый анализ: Проф» и «Оценка бизнеса» и, кроме возможности создавать на основе данных бухгалтерской отчетности текстовый отчет о финансовом состоянии организации, программа дополнена тремя методами оценки стоимости предприятия и позволяет создавать дополнительный отчет об оценке стоимости анализируемого предприятия. Кроме стандартных функций, программа имеет возможность спрогнозировать финансовую (бухгалтерскую) отчетность организации на любой указанный период (периоды) на основе данных о планируемых объемах производства и планируемых затратах. Таким образом, можно, при необходимости, получить данные о финансовом состоянии предприятия в будущем, до-

биться требуемых значений финансовых показателей и оценить предполагаемую стоимость предприятия в указанном промежутке времени.

Модуль «Оценка бизнеса» в программе обеспечивает оценку стоимости предприятия тремя методами:

методом оценки избыточной прибыли при сохранении текущих условий;

методом оценки избыточной прибыли при указании периода использования гудвилла;

методом оценки стоимости предприятия на основе модифицированной модели Ольсона.

Для более реальной оценки возможна корректировка стоимости основных средств и нематериальных активов текущей и прогнозируемой отчетности. Представленная компьютерная модель позволяет определить состояние парка оборудования и нематериальных активов на предприятии, провести анализ кредиторской и дебиторской задолженности – выявить реальную стоимость долгов дебиторов. Применяя программу, также можно определить реальную стоимость имущества и других статей баланса в динамике, так как в программе введена возможность корректировать стоимость имущества с учетом инфляции. Модель рассчитывает точку безубыточности, эффект финансового рычага и производит анализ кредитоспособности предприятия по различным приведенным в программе методикам. Программа прогнозирует дальнейшее изменение статей баланса и аналитических коэффициентов на установленное количество периодов вперед, позволяет просматривать отчетность и аналитику, как на русском, так и на английском языке. Существует возможность трансформации отчетности из 1С 7.7 и 8.0 за несколько периодов в формате xls. Рассчитываются затратный, производственный и чистый циклы.

Все описанные выше программы имеют свои преимущества и недостатки (табл. 7.3). Как правило, это высокая цена, недостаточное количество инструментов и встроенных методик для проведения анализа.

На основе анализа, выполненного по данным таблицы, можно выделить программы «ИНЭК-Аналитик» и «Audit Expert». Довольно известные, помимо расчета коэффициентов и построения графиков, содержат большое количество модулей для анализа финансового состояния, прогнозирования банкротства,

**Сравнительные характеристики функциональных возможностей программных продуктов для финансового анализа**

Характеристика	Программы					Финансовый анализ + Оценка бизнеса
	ИНЭК-Аналитик	Audit Expert	Альт-Финансы	Excel Financial Analysis		
Возможность экспорта из 1С	+	+	-	+	+	
Возможность построения графиков и диаграмм	+	+	-	+	+	
Расчет финансовых коэффициентов	+	+	+	+	+	
Возможность использования интегральных методик	+	+	+	-	-	
Требование наличия на компьютере Microsoft Office	-	-	+	+	-	
Возможность создания собственных методик для анализа	+	+	-	-	-	
Возможность вывода данных на английском языке	-	+	+	-	+	
Наличие справочных материалов для работы с программой	+	+	-	-	+	
Возможность скачать с Интернет сайта программы демоверсию (полностью программу)	+	+	+	+	+	

возможности привлечения кредитов. Однако возможность приобрести эти программные продукты имеют только крупные организации, для которых их цена является приемлемой.

Для менее крупных организаций можно порекомендовать программы «Финансовый анализ + Оценка бизнеса» и «Excel Financial Analysis». Сегодня имеется огромное количество подобных программных комплексов, так что организация сама должна определить наиболее оптимальный для себя программный продукт.

### 7.3

## Проблемы и перспективы развития компьютерных технологий финансового анализа

Безусловно, интерес к программному обеспечению для анализа предпринимательской деятельности будет возрастать. В настоящее время сложно представить рабочее место экономиста, менеджера, аудитора, бухгалтера и других специалистов экономических профессий, не оборудованных компьютерами или ноутбуками. Преимущества использования автоматических средств неоспоримы: снижаются ошибки из-за невнимательности, на много повышается точность расчетов, появляется возможность производить большие вычисления за максимально короткое время, появляется возможность быстро обмениваться информацией.

Если говорить о дальнейшем развитии экономического анализа с использованием современных компьютерных технологий, то оно связано не только с совершенствованием самой компьютерной техники и средств коммуникации, но и с разработкой более совершенных методологических и методических подходов к проведению экономического анализа, учитывающих новые возможности и меняющиеся внутренние и внешние условия функционирования хозяйствующих субъектов. В табл. 7.4 обобщены имеющиеся проблемы и перспективы развития анализа в компьютерной среде.

Таблица 7.4

#### Проблемы и перспективы управленческого анализа в компьютерной среде

Проблемы	Перспективы
Слабая адаптированность программных продуктов к требованиям управления хозяйствующим субъектом	Обеспечение системности экономического анализа, что обусловлено необходимостью четкой формализации аналитических задач при их решении в автоматизированном режиме.
Недостаточно высокий уровень квалификации пользователей программ	Повышение обоснованности управленческих решений, что связано с возможностью анализа воздействия достаточно широкого круга внутренних и внешних факторов, оказывающих существенное влияние на исследуемый объект.

Проблемы	Перспективы
<p>Проблемы, связанные с применением программ, ввиду используемой в них терминологии</p> <p>Потребность в совершенствовании методик анализа</p>	<p>Повышение достоверности и надежности полученных результатов и выводов, так как проведение экономического анализа в компьютерной среде делает возможной оперативную корректировку стоимостных показателей исходных форм финансовой отчетности и бухгалтерского учета, что приобретает особую важность и актуальность в условиях инфляционной экономики</p> <p>Расширение возможностей реализации аналитических исследований в режиме реального времени, оперативного и ситуационного анализа и диагностики.</p> <p>Проведение многокритериального прогнозного анализа, предусматривающего обработку и расчет многовариантных подходов и решений поставленной задачи с целью выбора оптимального управленческого решения. В компьютерной среде создаются реальные условия для проведения многовариантного оперативного экономического анализа предпринимательской деятельности.</p> <p>Повышение действенности экономического анализа, что обусловлено как высокой степенью научной обоснованности управленческих решений, так и возможностью их современного принятия.</p> <p>Увеличение возможностей для проведения комплексных аналитических исследований, связанных с обработкой больших массивов исходной аналитической информации.</p> <p>Дальнейшее совершенствование существующих и создание новых аналитических программных продуктов по анализу финансового состояния бизнеса. Связано с развитием методики анализа финансовой отчетности, разработкой новых методических подходов к проведению финансового анализа на основе использования более широкой информационной базы, включающей данные как бухгалтерского учета и финансовой отчетности, так и статистическую и внеучетную информацию</p>

### ***Контрольные вопросы***

1. Каковы исторические этапы развития средств механизации и автоматизации управления деятельностью организации?
2. Каковы преимущества компьютерных технологий анализа информации?
3. В чем состоит оценка аналитических возможностей наиболее распространенных современных программных продуктов, имеющих модуль оценки бизнеса?
4. Каковы основные проблемы применения компьютерных технологий анализа информации?
5. Каковы перспективные направления развития автоматизированных систем для управления компанией и оценки бизнеса?

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Экономический анализ в оценке стоимости бизнеса становится сегодня одним из востребованных направлений в российской экономической практике. Он позволяет оценить финансовое состояние объекта; обосновать прогнозы доходов и расходов с учетом систематических и специфических рисков, характерных для конкретного бизнеса; спрогнозировать возможное банкротство; рассчитать потенциальные возможности более эффективного использования имущественного комплекса хозяйствующего субъекта. Таким образом, экономический анализ позволяет реально оценить рыночную стоимость предприятия как перспективного хозяйствующего субъекта, способного приносить прибыль в будущем.

Обобщая научно-практический материал по экономическому анализу, можно выделить определенные трудности и проблемы, связанные с:

- информационным обеспечением анализа как в части полноты, достоверности и доступности внешней коммерческой информации, так и наличия внутрифирменной статистической базы;

- отсутствием стандартизированных методик анализа (финансового состояния, несистематических рисков и т.д.);

- недостатком специализированных кадров аналитиков и соответствующих структурных подразделений и специалистов в компаниях.

Основными источниками внутрифирменной информации для экономического анализа в оценке бизнеса и инвестиционного анализа выступают данные бухгалтерского и статистического учета. Однако препятствием к получению достоверной оценки финансового положения предприятия может стать качество информационной базы. Анализ состояния бухгалтерской отчетности, поступающей в органы государственной статистики, позволяет сделать вывод о том, что уровень постановки бухгалтерского учета на многих предприятиях и в организациях, и особенно в малом предпринимательстве и сельском хозяйстве, до-

вольно низкий<sup>1</sup>. Главными причинами сложившегося положения считаются процессы затянувшегося переходного периода и их последствия:

резкое увеличение числа хозяйствующих субъектов;

недостаточно высокий уровень профессиональной подготовки бухгалтерских кадров, прежде всего получивших образование на краткосрочных курсах подготовки бухгалтеров в годы реформ;

ведение бухгалтерского учета на многих малых предприятиях без использования компьютерных технологий;

отсутствие регулярного контроля за состоянием бухгалтерского учета со стороны вышестоящих органов и организаций.

Распространенными ошибками, нарушающими принципы достоверности и существенности бухгалтерской отчетности, можно назвать:

необоснованное завышение сумм, указанных по строке «Прочие» во всех формах годовой бухгалтерской отчетности, что искажает как структурные характеристики, так и расчетные коэффициенты, характеризующие финансовую устойчивость и платежеспособность организаций;

ошибки учета основных средств;

искажения и формальный подход в составлении отчетов по ф. № 3 «Отчет об изменениях капитала», № 4 «Отчет о движении денежных средств», № 5 «Приложение к бухгалтерскому балансу»;

отражение информации по инвестиционной и финансовой деятельности в разделе по текущей деятельности в отчете о движении денежных средств;

неверное распределение прочих доходов и расходов;

отражение малыми предприятиями наценки вместо товарооборота по строке «Выручка от продаж» (если учесть, что на долю малых предприятий в торговле приходится 40%, то данное искажение существенно влияет на достоверность как сводной, так и первичной бухгалтерской отчетности, снижает эффективность анализа показателей рентабельности).

С целью обеспечения достоверности и информативности бухгалтерских отчетов необходимо на уровне Правительства РФ принять конкретные решения по коренному улучшению состо-

---

<sup>1</sup> Беданков Н.А. Бухгалтерская отчетность – глазами статистики // Вопросы статистики. – 2005. – № 7.

яния бухгалтерского учета в стране, качества работы аудиторских фирм и Института профессиональных бухгалтеров.

Методология и практика российского статистического учета также находится в процессе реформирования: принят Закон о статистическом учете и продолжается переход на международные классификаторы и индикаторы, ориентация на международную систему национальных счетов.

Сегодня в России объективно назрела потребность создания единой базы среднестатистических значений экономических показателей по предприятиям и организациям различных сфер и направлений деятельности. Однако процесс формирования современной интегрированной информационной системы Росстата продолжается и дает надежду на то, что востребованные базы данных среднестатистических значений экономических показателей по предприятиям и организациям различных сфер и направлений деятельности скоро будут.

Кроме того, традиционная система управления организацией, основанная только на учетных источниках информации, сегодня оказывается менее эффективной в силу наличия существенных недостатков в области информационного обеспечения процесса управления.

Официальная отчетность, выступая информационной основой принятия управленческих решений на российских предприятиях, характеризуется такими негативными чертами, как:

неполнота (отсутствие наиболее важных для организации нефинансовых показателей, отражающих стратегию развития, уровень удовлетворенности заказчиков, ключевые позиции, уровень эффективности деятельности в соответствии с требованиями собственников капитала и т.п.);

неточность информации о состоянии дел, ориентация, прежде всего, на текущие результаты деятельности (например, отклонение балансовой и рыночной стоимости активов).

Исследования зарубежных специалистов показали, что компании, ориентированные на максимизацию стоимости акционерного капитала и внедряющие новые модели ведения бизнеса, добиваются более высокой производительности труда, роста финансовых результатов и повышения конкурентоспособности своей продукции, работ и услуг на мировых рынках<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Роль инноваций в развитии бизнеса // Проблемы теории и практики управления. – 2006. – № 4.

Исследование другой проблемы в области экономического анализа касается применения различных методик анализа. Традиционные методы оценки финансового состояния предприятий и организаций, рекомендуемые законодательными и нормативными документами, базируются на достаточно большом количестве однотипных показателей, рассчитанных по данным бухгалтерской отчетности, и их сопоставлении с нормативными значениями или рассмотрении их изменения в динамике. Однако создание конкурентной среды, обусловленное переходом российской экономики на рыночные отношения, вынуждает использовать более современные методики оценки, например такие, как оценка кредитоспособности клиентов банка или оценка финансового состояния организаций-участников конкурсных торгов (тендеров).

Кроме того, результаты анализа, проведенного Банком России в рамках мониторинга предприятий, показывают, что финансовое состояние предприятий — ссудозаемщиков различно по сферам деятельности. Практически каждое второе российское предприятие является убыточным или неплатежеспособным. Неблагоприятное финансовое положение наблюдается у предприятий транспорта, строительства, связи, торговли и общественного питания. Именно поэтому при разработке подходов к оценке финансового состояния важен учет такого рискообразующего фактора, как отраслевая принадлежность предприятия<sup>1</sup>.

Необходимо также отметить, что достоверно оценить финансовое состояние предприятия можно только с помощью системы показателей, рассчитанных на основе полного комплекта финансовой отчетности и с учетом знания всех особенностей формирования экономических показателей и их правильного применения.

Так, общепринятая методика определения коэффициента текущей ликвидности, приводимая в ряде официальных документов, чрезмерно упрощена: сумма оборотных активов предприятия сравнивается с суммой краткосрочной кредиторской задолженности. Формально считается, что если сумма оборотных активов предприятия вдвое превышает сумму краткосрочных обязательств, то оно платежеспособно. Это упрощенный

---

<sup>1</sup> Казакова Н.А. Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски. — М.: ИЦ МАТИ, 2007.

подход, который рассчитан на механическое применение лицами, не обладающими достаточной квалификацией для обстоятельного анализа финансового состояния предприятия. Рассчитанный по такой методике показатель текущей ликвидности характеризует платежеспособность предприятия также формально, как и рассчитывается<sup>1</sup>.

Оборотные активы предприятия – это в основном (на 90% и более) запасы, затраты и дебиторская задолженность. Запасы сырья, материалов, топлива и тем более покупных полуфабрикатов трудно считать реальными источниками погашения кредиторской задолженности: они нужны для собственного производства, и только излишки могут быть безболезненно реализованы. Но это, как правило, неликвиды, которые реализуются обычно по ценам, которые значительно ниже цен их приобретения. Реальным источником средств могут служить остатки готовой продукции на складе, но они, как правило, невелики: теперь предприятия работают не «на склад», а на реальных заказчиков по договорам.

Затраты в незавершенном производстве реальным источником погашения кредиторской задолженности не являются. Дебиторская задолженность может и должна служить источником погашения кредиторской задолженности. Но так как речь идет о краткосрочной задолженности, то в расчет принимается только дебиторская задолженность со сроком погашения до 12 месяцев после отчетной даты. Но и эту часть дебиторской задолженности нельзя принимать в расчет полностью, так как нет уверенности, что она будет погашена в срок. Скорее, наоборот, заведомо известно, что часть ее не будет погашена в срок, а часть вообще сомнительна или безнадежна, и на случай ее списания в убытки создан резерв по сомнительным долгам. Поэтому в результате конкретного анализа может быть установлено, что к реальным источникам погашения кредиторской задолженности можно отнести лишь 30 – 40% дебиторской задолженности.

Конечно, в составе оборотных активов есть еще такие элементы, как краткосрочные финансовые вложения и денежные средства. Но значительных краткосрочных финансовых вложений у предприятий, испытывающих финансовые трудности,

---

<sup>1</sup> Киперман Г. Финансовая газета. Региональный выпуск, 2001. – № 45.

практически не бывает. Что же касается денежных средств, то они, конечно, являются источником погашения кредиторской задолженности. Но дело в том, что в балансе отражается остаток денежных средств на расчетном счете на отчетную дату, т.е. моментный показатель. В то время как для оценки возможности погашения кредиторской задолженности, допустим, в предстоящем квартале нужно знать сумму денежных средств, которая поступит на расчетный счет в течение этого квартала, т.е. по существу нужен не моментный показатель, а периодический, которого в бухгалтерском балансе нет. Но такие показатели есть в приложениях к балансу, когда речь идет о фактическом движении денежных средств в истекшем отчетном периоде, или в прогнозном балансе денежных потоков, отражающем ожидаемое движение (поступление и расходование) денежных средств.

Однако при расчете коэффициента текущей ликвидности по общепринятой методике путем деления суммы оборотных активов по балансу на сумму краткосрочной кредиторской задолженности реальная ликвидность отдельных элементов оборотных активов по статьям баланса не учитывается. Косвенно это обстоятельство находит отражение в том, что в ряде официальных документов минимальный или нормативный уровень коэффициента текущей ликвидности принят равным двум, т.е. реальная ликвидность оборотных активов принимается равной 0,5 (50%). Правда, для погашения кредиторской задолженности могут быть использованы и внеоборотные активы, если в их составе есть элементы, которые могут быть направлены на эти цели без ущерба для производственной деятельности предприятия: оказавшееся излишним оборудование (в связи с изменением номенклатуры производства), некоторые нематериальные активы, долгосрочные финансовые вложения (например, высоколиквидные акции других предприятий – акционерных обществ и др.). В результате реальная ликвидность может оказаться выше рассчитанной по данным второго раздела бухгалтерского баланса «Оборотные активы».

Потребность российских предприятий в оценке своего финансового положения, необходимость такой диагностики для деловых партнеров предприятий и организаций по товарным и финансовым рынкам, оценки платежеспособности и кредитоспособности их как заемщиков, а также необходимость проведения государственной антикризисной политики в интересах об-

шества, формирование системы мониторинга экономически и социально значимых предприятий и организаций под руководством ФСФО<sup>1</sup> России способствовали появлению большого числа методик, более или менее успешно оценивающих финансовое положение хозяйствующих субъектов.

Однако все методики в силу отсутствия достаточной формализации ситуаций носят субъективный характер и потому страдают сильной зависимостью от аналитика, его опыта, профессионализма, квалификации, и наконец, просто личного мнения. В условиях кризисной экономики России потребность в такой методике, которая бы давала наиболее близкое к реальности отражение финансового состояния, особенно остро ощущается. Однако попытка создания универсальной методики, которая бы подходила разным сферам экономики, представляется сомнительной уже в силу того, что слишком велики отличия в структуре капитала предприятий и организаций различных сфер деятельности.

Для установления характера несостоятельности предприятия и оценки вероятности банкротства анализ рекомендуется проводить как минимум в трех аспектах: с учетом официальных индикаторов банкротства, рекомендованных уполномоченными государственными учреждениями; с помощью количественных моделей оценки финансового состояния, кредитоспособности и прогнозирования банкротства и используя качественный анализ функционирования предприятия<sup>2</sup>.

Официальных методик оценки финансового состояния и диагностики банкротства немного, порядка 8–10 с учетом отраслевой специфики, и многие из них уже не соответствуют состоянию современной экономики России. Качественные модели прогнозирования банкротства базируются на выявлении внутренних проблем. Все внутренние причины несостоятельности классифицируются в разрезе функциональных подсистем управления предприятием: маркетинг, производство, управление персоналом, финансы. В международной практике наиболее популярной считается качественная модель комплексной оценки деятельности предприятия, характеризующая кризис управления и известная как показатель Аргенти (А-счет).

<sup>1</sup> Федеральная служба по финансовому оздоровлению и банкротству, в настоящее время ее функции исполняет Федеральная налоговая служба.

<sup>2</sup> Казакова Н.А. Теория и практика антикризисного управления. – М.: МФА, 2007.

В России одна из первых система качественных показателей для оценки возможного банкротства была предложена В.В.Ковалевым.

В международной и российской науке и практике наработаны различные методики количественной оценки вероятности банкротства, основанные на математической обработке статистических данных по обанкротившимся предприятиям и предприятиям, успешно функционирующим на рынке. Среди наиболее известных можно назвать модели Альтмана, Таффлера, Спрингейта, Фулмера, Ж.Лего, У.Бивера. Однако зарубежные модели определения качества финансового состояния организаций не могут однозначно использоваться в практике российских предприятий в связи с большими различиями в законодательстве, в том числе налоговом, инфляционных процессах, структуре капитала и процессах кругооборота оборотных средств. Поэтому для прогнозирования финансовой ситуации на российских предприятиях рекомендуется использовать количественные модели, разработанные российскими специалистами на основе изучения статистики финансовых показателей по предприятиям и организациям аналогичных сфер деятельности. Причем данные методики должны постоянно корректироваться по результатам обследования за счет формирования более репрезентативной выборки (путем пополнения выборки обследования новыми предприятиями) и тестирования полученной модели. В настоящее время из подобных методик известны многофакторные модели:

Иркутской государственной экономической академии для торговых организаций (*R*-счет);

Казанского государственного технологического университета для предприятий и организаций промышленности, строительства, розничной и оптовой торговли, а также проектных организаций и сферы науки;

белорусских специалистов для сельскохозяйственных предприятий и организаций.

К сожалению, ни одна из подобных методик не имеет законодательной основы. В последнее время за отсутствием официальной методики, адекватной требованиям современного развития российской экономики, в рамках научных исследований разрабатываются и предлагаются к использованию методики, позволяющие комплексно оценивать финансовое состояние и

платежеспособность предприятий и организаций. К подобным разработкам можно отнести методику, предложенную Северо-Кавказским государственным техническим университетом под руководством профессора Ушвицкого Л.И.<sup>1</sup>

Благодаря накоплению обширного статистического материала и потребностям развития современной российской практики в настоящее время создаются новые методики определения вероятности банкротства с применением современного инструментария многомерного статистического анализа и учетом не только внутрифирменных показателей, но и показателей, характеризующих сферу деятельности предприятия, а также с учетом особенностей региона. Одной из таких методик является модель прогнозирования банкротства, разработанная МФК «Ренессанс»<sup>2</sup>.

Результаты проведенных исследований показывают, что российские предприятия нуждаются в специализированных кадрах аналитиков, создании соответствующих структурных подразделений, которые бы занимались построением эффективной системы оценки и контроля принимаемых управленческих решений (через использование информационно-аналитической модели управления бизнесом на основе данных бухгалтерского, статистического, управленческого учета и внеучетных источников).

Примерно 20% из обследованных крупных российских компаний имеют в своем штате аналитика или риск-менеджера. Наиболее востребована эта профессия сегодня в коммерческих банках, крупных холдинговых структурах и совместных предприятиях. Средние и малые предприятия и организации практически не занимаются анализом и управлением рисками.

По данным опроса руководителей предприятий производственной сферы США, проведенного консалтинговой компанией McKinsey, 36% респондентов – не представляли себе тех рисков, с которыми связан их бизнес; 24% – считают управление рисками в их компании неэффективным; 19% – полагают, что управление рисками в их компании отсутствует. По обследованию рос-

---

<sup>1</sup> Ушвицкий Л.И. и др. Совершенствование методики анализа платежеспособности и ликвидности организаций // Финансы и кредит. – 2006. – № 15–17.

<sup>2</sup> Журковская Е.В., Сонин К. Экономика и политика российских банкротств // Вопросы экономики. – 2004. – № 4.

сийского журнала «Финансовый директор» в 2003 г., в котором приняли участие более ста руководителей ведущих российских компаний из Москвы и двенадцати российских регионов:

50% компаний использует экономический анализ, комплекс методов оценки и управления рисками, в том числе накопленные знания и опыт менеджеров, оценки независимых экспертов, формализованные процедуры оценки;

7% компаний применяют программные продукты для экономического анализа и оценки рисков;

в 43% компаний — программные и аналитические расчеты отсутствуют, и они полагаются полностью на опыт и знания менеджеров.

В настоящее время в общероссийском классификаторе специальностей отсутствует специальность аналитика, система российского высшего профессионального образования находится в стадии реформирования. Востребованные сегодня кадры на наших предприятиях и организациях в лучшем случае имеют специальность финансового менеджера, экономиста по специальности «Финансы и кредит» или «Бухгалтерский учет, анализ и аудит». Может быть, назрела потребность в создании новой экономической специальности аналитика, поскольку востребованная нашей экономикой специальность стоит на стыке различных областей знаний: современных информационных технологий в сфере экономики, менеджмента, учета и экономического анализа.

Сегодня подвергаются пересмотру многие концептуальные подходы к исследованию проблем финансового, управленческого и инвестиционного анализа действующих хозяйствующих субъектов. И несомненно, процесс реформирования, происходящий в этих специальных смежных областях экономических знаний, будет продолжаться. Многие проблемы теории и практики российской экономики еще не получили должного развития. Сегодня одно из наиболее востребованных направлений оценочной деятельности в России связано с оказанием консультационных услуг в области разработки инструментов, позволяющих не только измерять, но и управлять изменением стоимости компании. Рыночная экономика требует активизации исследований методологических и организационных проблем оценки бизнеса для различных целей, в том числе нерешенных вопросов экономического анализа для целей оценки бизнеса и управления инвестициями.

## ЛИТЕРАТУРА

Федеральный закон об оценочной деятельности в Российской Федерации от 29.07.98 № 135-ФЗ (в ред. от 24.07.07 № 220-ФЗ).

Федеральный закон о несостоятельности (банкротстве) от 26.10.02 № 127-ФЗ (с изм. и доп. от 01.02.08).

Постановление Правительства РФ «О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий» от 20.05.94 № 498 (в ред. от 03.10.02).

Постановление Правительства РФ «Об утверждении правил проведения арбитражным управляющим финансового анализа» от 25.06.03 № 367.

Постановление Правительства РФ «Об утверждении Временных правил проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства» от 27.12.04 № 855.

Приказы Минэкономразвития РФ «Об утверждении федеральных стандартов оценки» «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)», «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» от 20.07.07 № 254–256.

Приказ Минфина России № 10н, ФКЦБ РФ «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» от 29.01.03 № 03-6/пз.

Приказ ФСФО России «Об утверждении Методических указаний по проведению анализа финансового состояния организаций» от 23.01.01 № 16.

Распоряжение Минимущества России «Об утверждении методических рекомендаций по организации и проведению анализа эффективности федеральных государственных унитарных предприятий и открытых акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности» от 10.07.2000 № 183-р.

Письмо Минфина России от «О порядке расчета чистой прибыли организациями, применяющими упрощенную систему налогообложения» 11.03.04 № 04-02-05/3/19.

Указания ЦБ РФ «О критериях определения финансового состояния кредитных организаций» от 31.03.2000 № 766-у.

*Аганбегян А.Г.* Социально-экономическое развитие России. – М.: Дело, 2003.

Анализ бухгалтерской (финансовой) отчетности: учебно-методический комплекс / под ред. Л.М. Полковского. – М.: Финансы и статистика, 2008.

*Архипов В.М.* и др. Оценка социальной ставки дисконтирования // *Финансы и кредит.* – 2006. – № 17.

*Беданов Н.А.* Бухгалтерская отчетность – глазами статистики // *Вопросы статистики.* – 2005. – № 7.

*Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и инновации. – М.: Филинь, 1997.

*Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002.

*Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса. – М.: Проспект, 2004.

*Гришина И., Шахназаров А., Ройзман И.* Комплексная оценка инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности российских регионов: методика определения и анализа взаимосвязей // *Инвестиции в России.* – 2001. – № 4.

Доклад о мировом развитии. 2005. Как сделать инвестиционный климат благоприятным для всех. – М.: Весь мир, 2005. [www.worldbank.org/wdr2005/](http://worldbank.org/wdr2005/).

*Ендовицкий Д.А.* Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности / под ред. Л.Т. Гиляровской. – М.: Финансы и статистика, 2001.

*Есипов В.Е.* и др. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2006.

*Ефимова О.В., Мельник М.В.* Анализ финансовой отчетности. – М. Омега-Л, 2004.

*Журковская Е.В., Сонин К.* Экономика и политика российских банкротств // *Вопросы экономики.* – 2004. – № 4.

*Игошин Н.В.* Инвестиции. Организация управления и финансирования. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.

*Казакова Н.А.* Предпосылки становления новой экономической специальности // *Экономический анализ: теория и практика,* 2008. – № 7.

*Казакова Н.А.* Теория и практика антикризисного управления: учеб. пособие. – М.: МФА, 2007.

*Казакова Н.А.* Методика организации и проведения комплексного экономического анализа инвестиционной деятельности. – М.: Спутник+, 2004.

*Казакова Н.А., Каширин В.В.* Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски. – М.: ИЦ МАТИ.– 2007.

*Казакова Н.А., Евсеева И.В.* Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности: учеб.-практ. пособие. – М.: МФА, 2006.

*Казакова Н.А.* и др. Проблемы оценки стоимости бизнеса в разработке программ финансового оздоровления промышленных предприятий // Науч. тр. Вольного экономического общества России, 2006.

*Казакова Н.А.* Статистический мониторинг и анализ инвестиционного развития. – М.: МАТИ, 2008.

*Казакова Н.А.* Экономический анализ: вопросы качества информационного обеспечения / Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – №14.

*Киперман Г.* Финансовая газета. Региональный выпуск. – 2001. – № 45.

*Кукукина И.Г., Астраханцева И.А.* Учет и анализ банкротств. – М.: Финансы и статистика, 2005.

*Киран Уоли.* Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. – М.: Дело, 2000.

*Козырь Ю.В.* Стоимость компании: оценка и управленческие решения. – М.: Проспект, 2004.

*Кравченко Н.* Инвестиционный анализ. – М.: Дело, 2007.

*Лимитовский М.А.* Инвестиции на развивающихся рынках – М.: ИКК «ДеКа», 2002.

*Лимитовский М.А.* Основы оценки инвестиций и финансовых решений. – М.,1996.

*Литовченко С.* Подходы к управлению рисками на российских предприятиях // Финансовый директор. – 2003. – № 9.

Менеджмент / под ред. М.М. Максимцова, М.А. Комарова: учебник для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, Единство, 2002.

*Микерин Г.И.* и др. Международные стандарты оценки. – М.: Новости, 1995.

Отчет Центрального Банка России о мониторинге предприятий и организаций за 2004, 2005 гг. // Формирование системы мониторинга устойчивости банковского сектора. Л.В. Давыдова, С.В. Кулькова. – М.: Финансы и кредит, 2006. – № 13.

О задачах органов государственной статистики в условиях перехода на международные стандарты финансовой отчетности // Вопросы статистики. – 2006. – № 9.

*Перфильев А.Б.* Основные методики оценки финансового состояния российских предприятий и прогнозирование возможного банкротства по данным бухгалтерской отчетности. – Ярославль: Изд-во ЯРИПК, 2002.

*Петров В.С.* Роль бирж в повышении информационной прозрачности компаний // ММВБ. 2005. Декабрь.

*Полужетов А.А.* Новые методы оценки компаний в сделках слияния и поглощения. – М.: МАКС-Пресс, 2001.

*Постюшков А.В.* Оценочный менеджмент: учеб. пособие. – М.: Торговый Дом ГРАНД, 2004.

*Прайт Ш.* Оценка бизнеса: пер. с англ. – М.: Институт экономического анализа Всемирного банка, 1996.

Руководство по оценке стоимости бизнеса: пер. с англ.; под ред. В.М. Рутгайзера. – М.: ЗАО «Квинто консалтинг», 2000.

Современные проблемы статистики регионов и муниципальных образований / Н.И. Пашинцева // Вопросы статистики. – 2006. – № 12.

*Тактаров Г.А., Григорьева Е.М.* Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски. – М.: Финансы и статистика, 2006.

*Ушвицкий Л.И.* и др. Совершенствование методики анализа платежеспособности и ликвидности организаций // Финансы и кредит. – 2006. – № 15–17.

*Файншмидт Е.* Некоторые аспекты государственного регулирования банкротства в странах с развитой рыночной экономикой // Эффективное антикризисное управление. – 2003. – № 1, 2.

*Френкель А.А.* Прогноз развития экономики России на 2007 год. // Вопросы статистики. – 2006. – № 12.

*Щербаков В.А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – М.: ОМЕГА-Л, 2006.

Экономика. Финансы. Менеджмент (вопросы теории, методологии, практики) / С.И. Алтухов и др. – Новосибирск: НГТУ, 2004.

*Юн Г.Б.* Антикризисное управление в российской экономике. – Спб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2002. – С.114–122.

*Mishan E.J.* Cost-Benefit analysis – London, 1984.

*Jones Ch.P.* Investments analysis and management. John Wiley & Sons. 2000.

Интернет-ресурсы: [www.gks.ru](http://www.gks.ru), [www.dist.ru](http://www.dist.ru), [www.clif.ru](http://www.clif.ru), [www.optim.ru](http://www.optim.ru)

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Предисловие</b> .....	3
<b>Тема 1. Концептуальные подходы в экономическом анализе оценки бизнеса</b> .....	7
1.1. Современная концепция создания инвестиционно-привлекательного бизнеса .....	7
1.2. Развитие нормативной базы анализа и оценки бизнеса .....	12
1.3. Место экономического анализа в оценке инвестиционной привлекательности бизнеса .....	16
1.4. Анализ факторов, влияющих на оценку бизнеса ..	20
1.5. Информационная база экономического анализа для оценки бизнеса .....	22
1.6. Международные стандарты финансовой отчетности, используемой в анализе .....	30
1.7. Общая схема анализа для оценки инвестиционной привлекательности бизнеса .....	32
<i>Контрольные вопросы</i> .....	33
<b>Тема 2. Формирование информационной базы анализа для оценки бизнеса</b> .....	35
2.1. Подбор и обработка макроэкономической, региональной и отраслевой информации для анализа .....	35
2.2. Работа с внутренней информацией предприятия ..	37
2.3. Корректировка финансовой отчетности .....	38
2.4. Трансформация финансовой отчетности .....	40
2.5. Использование информационной базы и результатов анализа в выборе метода и обосновании стоимости бизнеса .....	41
<i>Контрольные вопросы</i> .....	47
<b>Тема 3. Оценка финансового состояния компании</b> .....	49
3.1. Экспресс-оценка финансового состояния и инвестиционной привлекательности .....	49

3.2. Комплексная оценка финансового состояния компании по данным финансовой отчетности .....	57
3.2.1. Структурно-динамический анализ экономического потенциала и источников финансирования деятельности предприятия .....	60
3.2.2. Различные подходы к анализу финансовой устойчивости и механизмы формирования оптимальной структуры капитала .....	61
3.2.3. Методы анализа и оценки платежеспособности и ликвидности .....	71
3.2.4. Чистые активы: экономическое и юридическое значение их анализа .....	77
3.2.5. Оценка эффективности работы и деловой активности компании .....	78
3.2.6. Факторный анализ финансовой результативности .....	86
<i>Контрольные вопросы</i> .....	99
<b>Тема 4. Анализ и прогнозирование скрытого или явного банкротства</b> .....	102
4.1. Официальные индикаторы банкротства .....	103
4.2. Качественная оценка функционирования предприятия .....	119
4.3. Количественные прогнозные модели банкротства .....	125
<i>Контрольные вопросы</i> .....	134
<b>Тема 5. Анализ и прогнозирование показателей бизнес-развития</b> .....	135
5.1. Анализ и прогнозирование денежных потоков компании в целях оценки ее стоимости .....	135
5.2. Оценка рисков бизнеса .....	137
5.3. Ставка дисконтирования денежных потоков .....	155
5.4. Прогноз доходов и расходов .....	164
<i>Контрольные вопросы</i> .....	170
<b>Тема 6. Анализ и оценка инвестиционной привлекательности бизнеса</b> .....	171
6.1. Оценка стоимости компании как инструмент инвестиционного развития .....	171

6.2. Анализ инвестиционного климата и его роль в оценке бизнеса .....	178
6.3. Теория и практика формирования комплексной оценки инвестиционной привлекательности .....	183
<i>Контрольные вопросы</i> .....	200
<b>Тема 7. Использование компьютерных технологий анализа в оценке бизнеса .....</b>	<b>202</b>
7.1. Этапы развития информационных технологий финансового анализа .....	202
7.2. Сравнительный обзор программного обеспечения, ориентированного на оценку бизнеса .....	208
7.3. Проблемы и перспективы развития компьютерных технологий финансового анализа .....	220
<i>Контрольные вопросы</i> .....	222
<b>Заключение .....</b>	<b>223</b>
<b>Литература .....</b>	<b>233</b>

Учебное издание

**Казакова Наталья Александровна**

**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ В ОЦЕНКЕ  
БИЗНЕСА И УПРАВЛЕНИИ  
ИНВЕСТИЦИОННОЙ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ КОМПАНИИ**

Ведущий редактор *Е.А. Улановская*

Младший редактор *И.П. Ёлкина*

Художественный редактор *Ю.И. Артюхов*

Технический редактор *В.Ю. Фотиева*

Корректор *Н.П. Сперанская*

Компьютерная верстка *О.В. Фортунатовой*

Оформление художника *Н.М. Биксентеева*

Подписано в печать 12.12.2012. Формат 60x88 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>

Гарнитура «Таймс». Печать офсетная

Усл. п.л. 14,7. Тираж 1000 экз.

Заказ 2290 «С»

Издательство «Финансы и статистика»

101000, Москва, ул. Покровка, 7

Телефоны: (495) 625-35-02, 625-47-08

Факс (495) 625-09-57

E-mail: mail@finstat.ru <http://www.finstat.ru>

93.960c