

Министерство образования и науки Российской Федерации
Южно-Уральский государственный университет
Кафедра «Экономика и экономическая безопасность»

658.15(07)
К736

Н.Н. Котова

**ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ
В ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

Учебное пособие

Челябинск
Издательский центр ЮУрГУ
2016

УДК 658.152.012.12(075.8) + 658.155(075.8)

*Одобрено
учебно-методической комиссией
факультета экономики и предпринимательства*

*Рецензенты:
Т.Ю. Савченко, В.Н. Белкин*

Котова, Н.Н.
К736 **Финансовый анализ в оценочной деятельности: учебное пособие / Н.Н. Котова.** – Челябинск: Издательский центр ЮУрГУ, 2016. – 90 с.

Освещены методы и проблемы проведения оценки финансового состояния организации в практике оценочной деятельности стоимости бизнеса. Отражено содержание основных инструментов финансового анализа, цель, задачи и этапы его проведения. Рассмотрены подходы к построению процессов управления активами и пассивами организации, приведен перечень абсолютных и относительных показателей по оценке краткосрочной, долгосрочной платежеспособности и финансовой устойчивости. Даны показатели деловой активности и эффективности деятельности организации, включая определение добавленной стоимости бизнеса и измерение «ценности» компании.

УДК 658.152.012.12(075.8) + 658.155(075.8)

© Издательский центр ЮУрГУ, 2016

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|--|----|
| Введение..... | 4 |
| 1. Информация, используемая в оценочных исследованиях | 5 |
| 2. Цель, задачи и сущность финансового анализа | 9 |
| 3. Основные понятия и категории финансового анализа организации | 13 |
| 4. Содержание и этапы проведения финансового анализа организации..... | 16 |
| 5. Анализ и оценка состава и структуры имущества организации и источников его покрытия | 17 |
| 6. Прогнозирование банкротства организации | 20 |
| 7. Анализ ликвидности организации..... | 21 |
| 7.1. Оценка ликвидности баланса | 23 |
| 7.2. Оценка относительных показателей ликвидности и платежеспособности..... | 24 |
| 8. Анализ структуры капитала, долгосрочной платежеспособности и финансовой устойчивости..... | 30 |
| 9. Оценка деловой активности | 39 |
| 10. Оценка уровня прибыли и эффективности деятельности организации..... | 45 |
| 11. Рычаги финансовой эффективности | 48 |
| 12. Оценка эффективности деятельности организации на основе добавленной стоимости бизнеса..... | 51 |
| Библиографический список..... | 69 |
| Приложения | |
| Приложение 1 | 70 |
| Приложение 2 | 72 |
| Приложение 3 | 74 |
| Приложение 4 | 76 |
| Приложение 5 | 79 |

ВВЕДЕНИЕ

Основная цель финансового анализа – подведение итогов развития бизнеса компании (организации). Одним из значимых аспектов финансового анализа является оценка стоимости компании. Цель оценки чаще всего связана с получением ответа на вопрос – «Какова истинная стоимость активов, которые будут приносить денежные потоки, формируемые на уровне организации в будущем?». Система измерений, применяемая для определения стоимости компании, может изменяться не только в зависимости от назначения проводимой оценки (для судебного разбирательства – при возникновении споров между акционерами; при посягательствах на нематериальные активы компании; при возникновении споров с инвесторами, вложившими капитал в бизнес компании; при судебных разбирательствах по правам на интеллектуальную собственность и т.д.), но и текущего состояния и перспектив развития самой компании. Поэтому в процессе оценки возникает много проблем, связанных с определением стоимости активов организации. Подобные ситуации предполагают наличие базовых знаний по финансовому анализу, а так же практического опыта в работе с финансовой отчетностью у консультантов-оценщиков, занимающихся оценочной деятельностью.

Процесс оценки компании обычно включает в себя в качестве одного из этапов проведение анализа результатов деятельности компании в течение предполагаемого периода её жизни. Предварительный анализ компании необходим для определения её возможностей на перспективу и их соответствия стратегическим целям организации. Детальное понимание выбора реализуемой компанией бизнес-модели и её операционной стратегии требуется для определения её финансового состояния. Наиболее важный аспект оценки компании – правильное и точное моделирование её будущей деятельности, с учетом факторов, влияющих на её доходы и расходы, а также бизнес-процессы в её деятельности. Анализ долгосрочной платежеспособности и структуры капитала организации включает наиболее вероятные предположения, лежащие в основе финансовых прогнозов с применением техники оценки коэффициентов доходности и коэффициентов прибыльности.

Особую роль при проведении оценки стоимости бизнеса играет финансовая отчетность, являющаяся базой для определения финансового состояния организации.

1. ИНФОРМАЦИЯ, ИСПОЛЬЗУЕМАЯ В ОЦЕНОЧНЫХ ИССЛЕДОВАНИЯХ

Выбор метода оценки стоимости бизнеса зависит от полноты, доступности и полезности информации, связанной с функционированием изучаемой компании. Обычно выделяют общеэкономическую и отраслевую информацию, охватывающую и рыночные данные, и внутрифирменную информацию. Общие характеристики отрасли и составляющих её компаний должны учитывать действие следующих факторов:

- силу существующей и потенциальной конкуренции (а так же условия «вхождения» бизнеса в данную отрасль);
- степень финансового риска (включая соотношение собственного и заемного капитала) в компаниях и отрасли;
- прошлую и ожидаемую прибыльность, имея в виду как состав и структуру доходов, так и состав и структуру расходов отрасли;
- тенденции роста и развития отрасли с уточнением фазы её жизненного цикла;
- влияние текущих и ожидаемых экономических условий бизнес-среды;
- возможные сценарии развития отрасли.

На практике ситуации, когда вся информация оказывается доступна, редки, поэтому к каждому конкретному случаю оценщику следует подходить прагматично, понимая, что часть данных может оказаться недоступной, что потребует использования творческих альтернатив для компенсации недостающей информации.

Более доступной является внутрифирменная информация, она охватывает характеристики исследуемой компании, которые, как правило, принимаются во внимание покупателями и продавцами при оценке стоимости бизнеса. К числу таких факторов относятся:

- тип бизнеса, история создания и развития компании;
- экономические показатели деятельности и перспективы развития;
- финансовые условия бизнеса компании;
- продажи акций, размеры продаваемых пакетов акций, их рыночная цена (по изучаемой компании и по компаниям, имеющим тот же или сходный бизнес);
- наличие у организации гудвилла или иных нематериальных активов.

Особое значение в оценочных исследованиях приобретает финансовая информация, которая включает в себя:

- ретроспективную финансовую отчетность (годовую и квартальную);
- налоговые декларации и налоговые регистры;

- прогнозные данные об основных показателях деятельности организации.

Ретроспективная финансовая отчетность используется для определения ключевых переменных и трендов (повторяющихся закономерностей) используемых в анализе. Для обоснованного анализа необходима полная финансовая отчетность (включая пояснительные годовые записки и дополнительные аналитические данные) за достаточно длительный период времени. Обычно требуются данные финансовой отчетности за последние пять лет, предшествующие дате оценки. Более длительный период времени потребуется в том случае если: во-первых, произошли важные изменения в технологии, структуре выпускаемой продукции (оказываемых услуг) или в состоянии окружающей бизнес-среды; во-вторых, если пятилетний период окажется недостаточно продолжительным для оценки успешности деятельности организации.

В отдельных случаях может быть взят период менее пяти лет, если деятельность организации значительно изменилась за последние годы (например, в результате слияния, реструктуризации, изменения применяемых технологий и выпуска новых товаров и т.п.).

В том случае, когда дата оценки иная, чем дата завершения финансового года, оценщику следует получить финансовую отчетность, относящуюся к этой дате или к дате ближайшей к оценке (например, к ближайшему к дате оценки кварталу).

Чтобы понять ситуацию с уплатой налогов, оценщик должен иметь соответствующие налоговые декларации и налоговые регистры, что представляет организацию в другом ракурсе. Декларации отражают общую экономическую политику организации и ее решения в области налогообложения, которые могут влиять на финансовый результат деятельности компании (чистую прибыль или убыток).

В условиях рыночной экономики большое значение приобретает перспективная финансовая информация. При этом определенную роль играют проекты бюджетов по основным направлениям деятельности организации (начиная с прогноза продаж и заканчивая бухгалтерским балансом и отчетами о движении денежных средств и о финансовых результатах деятельности). Важными являются и прогнозы основных показателей деятельности организации.

Такая информация дает наглядное представление о самой компании, о ее потенциале и возможной доходности. Подобные данные могут потребоваться и в том случае, когда оценщик планирует использовать оценочный метод, основанный на будущих доходах или потоках денежных средств («кэш флоу» – «cash flow»).

Оценщик должен изучить основную юридическую документацию компании, чтобы определить ее статус; выяснить долю участия в

собственности, подлежащую оценке; определить влияют ли договорные отношения на оценку ее стоимости.

Любая компания не может функционировать изолировано. На нее воздействуют внешние экономические условия (условия внешней бизнес-среды), тенденции развития отрасли, ее конкурентная среда. Оценщик должен учитывать соответствующие экономические отраслевые и рыночные условия.

Развитие любой организации (компании, фирмы, предприятия) происходит за счет инвестиций. Поэтому организации постоянно приходится сталкиваться с двумя основными финансовыми вопросами: во-первых, какие инвестиции целесообразно делать и, во-вторых, во сколько эти инвестиции обойдутся. В современных условиях меняется приоритетная направленность проведения финансового анализа. Его основной задачей становится выбор наиболее эффективных направлений развития организации и ориентация на принятие таких бизнес-решений, которые способствовали бы росту стоимости компании и наработке добавленной стоимости бизнеса (то есть капитализация компании).

Компания может увеличить свою стоимость, используя один из следующих подходов:

- увеличив уровень рентабельности собственного капитала, то есть, создав большую чистую прибыль без каких-либо дополнительных инвестиций;
- инвестировав дополнительный капитал в проекты, отдача по которым будет выше, чем расходы на привлечение капитала;
- сократив или полностью прекратив инвестиции в те направления деятельности организации (или активы), которые приносят недостаточную прибыль или убытки.

Вопросами наработки добавленной стоимости бизнеса занимается менеджмент, основанный на ценности. При принятии стратегических решений используется информация, полученная в ходе анализа ценности для акционеров (*shareholder value analysis – SVA*), представляемая в виде матрицы SVA (рис. 1).

Серьезной проблемой, стоящей перед менеджерами компании становится проблема управления стоимостью бизнеса или управление на основе ценности.

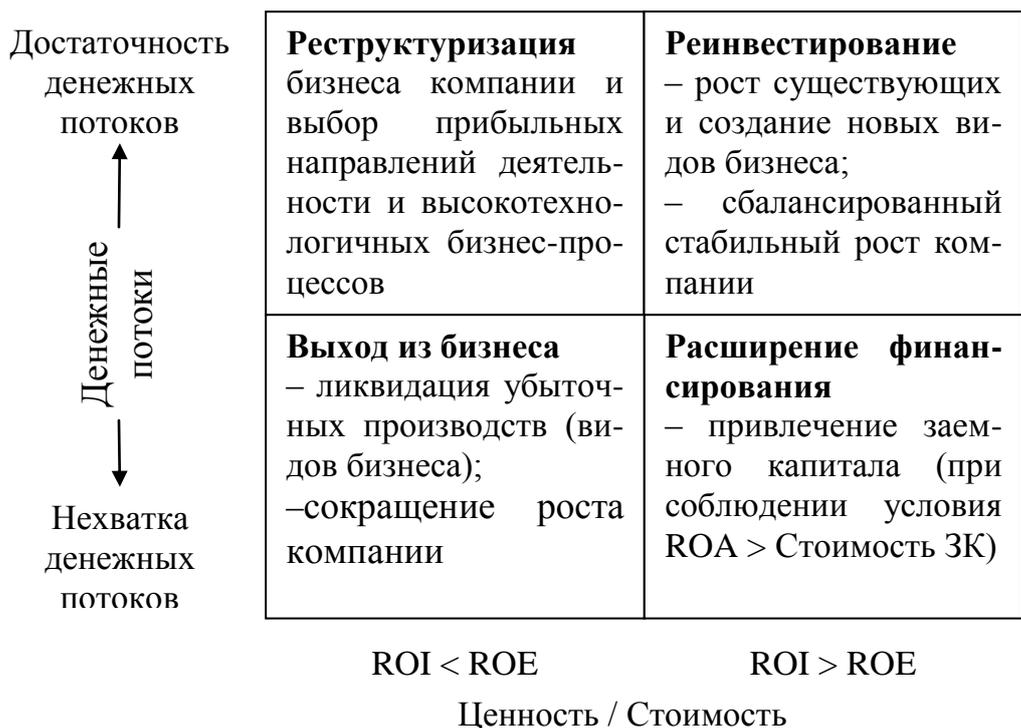


Рис. 1. Матрица Shareholder Value Analysis (SVA)

Управление на основе ценности (value-based management, VBM) представляет собой современный всесторонний подход к управлению компанией с целью со временем добиться максимальных общих совокупных доходов для акционеров. Этот подход предусматривает ориентацию всех подразделений организации на создание ценности, поиск и выявление факторов на нее влияющих, а так же формирование стратегии, которая позволит реализовать ценность на рынке капитала. В основе этого подхода лежит следующая логика:

- целью бизнеса компании является создание богатства для акционеров;
- рыночная стоимость компании определяется ожиданиями инвесторов в отношении будущих денежных потоков;
- способность генерировать в течении заданного времени положительные денежные потоки зависит от уровня доходности и темпов роста бизнеса;
- инвестиции, не обеспечивающие роста бизнеса, не осуществляются;
- поощряется стремление выбирать стратегии, стимулирующие инновации;
- фундаментальные изменения структуры организации каждые 30 месяцев;
- выявление лучшего метода создания ценности, а не просто ориентация на результаты очевидных конкурентов.

Успешной реализации современной концепции VBM (value-based management) способствует оценка финансового состояния организации.

2. ЦЕЛЬ, ЗАДАЧИ И СУЩНОСТЬ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА

Финансовый анализ представляет собой анализ финансовой отчетности и заключается в применении аналитических инструментов и методов к показателям финансовых документов с целью выявления существенных связей и характеристик, необходимых для принятия какого-либо бизнес-решения.

Анализ может быть прямым и косвенным. В первом случае анализируются данные, но не методология их получения – это сугубо практический подход. Во втором случае обсуждается обоснованность в методологии построения форм финансовой отчетности – бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах, отчета об изменениях капитала, отчета о движении денежных средств, пояснения к бухгалтерскому балансу и отчету о финансовых результатах¹. При этом уточняется, что включать в активы и пассивы, как рассчитывать индекс цен и т.д. Этот второй подход и получил название косвенного. Хотя реализация второго подхода обеспечивает конструирование показателей отчетных форм и уточняет количественные их значения, а, следовательно, делает более обоснованными принимаемые финансовые и бизнес-решения. В практике хозяйствования чаще используется прямой подход.

Финансовый анализ имеет широкий спектр применения в зависимости от поставленных задач. Он может быть использован в качестве инструмента предварительной проверки при выборе перспективного направления инвестирования, он может выступать как инструмент прогнозирования будущих финансовых результатов. Финансовый анализ применим и для выявления проблем управления производственно-хозяйственной деятельностью. Финансовый анализ позволяет уменьшить неопределенность в процессе принятия бизнес-решений.

Если главной задачей учета является подведение итогов бизнеса, то главная задача анализа состоит в получении объективной информации о работе организации, ее проблемах и перспективах. Различных пользователей результатов финансового анализа интересуют разные его аспекты.

Отличие точки зрения кредиторов от точки зрения инвесторов, вкладывающих деньги в собственный капитал компании, проявляется в различии методов, посредством которых они анализируют перспективы деятельности, и целей, которые они преследуют. Инвестор, вкладывающий деньги в собственный капитал организации, надеется получить вознаграждение преимущественно за счет будущей прибыли. Кредитора же беспокоят отдельные гарантии по его ссуде, такие, как текущая рыночная стоимость заложенного имущества. Для оценки вероятности

¹ Формы финансовой отчетности утверждены приказом Минфина РФ от 2 июля 2010 г. №66Н (в ред. от 5 октября 2011 г.)

возврата основной суммы долга и процентов кредитор рассматривает наличие источников средств и прогноз будущих потоков средств (термин «средства» относится к денежным средствам и активам, которые довольно легко обратить в наличность), а также надежность и стабильность этих потоков. Инвесторы, вкладывающие деньги в собственный капитал организации, вследствие того, что их вознаграждение теоретически неограниченно, оказываются восприимчивыми к довольно абстрактным описаниям концепций развития, потенциала и будущих возможностей организации. Кредиторам же требуется более определенная связь между прогнозами и источниками средств, уже имеющимися в наличии, а также способностью достичь определенных результатов деятельности. Если инвесторы, вкладывающие деньги в собственный капитал, рассчитывают получить вознаграждение от роста прибыли, кредиторы в большей степени обеспокоены тем, насколько уменьшится прибыль в период спада. Кредиторы более консервативны в своих взглядах и подходах и полагаются на анализ финансовой отчетности даже в большей степени, чем инвесторы, поскольку анализ дает возможность заемщику контролировать потоки денежных средств и поддерживать устойчивое финансовое положение при различных экономических и производственных условиях. Чем более спекулятивной является ссуда, тем более похожим становится аналитический подход кредиторов на аналитический подход инвесторов.

Методика анализа финансовой отчетности, используемая кредиторами, а также критерии оценки, которые они применяют, варьируются в зависимости от срока, обеспечения и целей, на которые направляется ссуда. В случае предоставления краткосрочной ссуды кредитор заботится преимущественно о текущем финансовом положении, ликвидности текущих активов и их оборачиваемости. Оценка долгосрочных кредитов и займов требует намного более детальных сведений и анализа. Такой анализ включает прогноз потоков денежных и других средств, оценку долгосрочной доходности предприятия в качестве окончательного источника гарантий, способности организации покрывать постоянные издержки, связанные с задолженностью, а также с другими обязательствами при различных экономических условиях.

Поскольку прибыльность компании представляет собой главный элемент гарантий для кредитора, ее анализ является одним из наиболее важных критериев для последнего. Прибыль рассматривается им как основной источник средств для выплаты процентов и предпочтительный источник для выплаты основной суммы долга.

Анализ, проводимый при выдаче краткосрочного или долгосрочного кредита, сопряжен с подробным рассмотрением структуры капитала, так как она оказывает непосредственное влияние на риск и так называемый предел безопасности кредитора. Индикатором достаточности собственного

капитала и возможности защиты организации от убытков служит отношение собственного капитала к сумме задолженности организации. Этот показатель отражает также отношение руководства компании к рискам и влияет на значение коэффициента покрытия постоянных издержек прибылью.

Кредиторы, и банкиры в том числе, как правило, рассматривают стоимость активов организации исходя из публикуемой финансовой отчетности, предполагая нормальное функционирование компании. Очевидно, что другая исходная предпосылка (о возможной ликвидации организации) может привести к более низкой оценке активов, чем в первом случае. Банкиры склонны приписывать активам компании умеренную, даже заниженную стоимость и делать скидку на возможные в будущем непредвиденные обстоятельства.

Очевидно, что инвесторы, вкладывающие средства в собственный капитал организации, испытывают наиболее острую потребность в информации среди всех пользователей финансовой отчетности. Интерес к компании, частью которой они владеют, затрагивает многие сферы, так как на доход акционеров оказывают влияние все аспекты деятельности организации – её рентабельность, финансовое состояние, структура капитала.

Руководство организации использует целый ряд доступных ему средств и методов для контроля за финансовой ситуацией, чтобы быть в курсе происходящих изменений. Один из таких методов – анализ финансовой документации. Анализ финансовой документации может проводиться руководством регулярно, так как у него имеется неограниченный доступ к данным внутреннего бухгалтерского учета. Такой анализ охватывает изменения в тенденциях, расчетных показателях, важнейших зависимостях. Он основан на систематическом пристальном наблюдении за существенными взаимосвязями и своевременном обнаружении проблемных областей, появляющихся в результате происходящих изменений. Первостепенная задача руководства состоит в осуществлении контроля за тем, как выглядит его организация с точки зрения наиболее важных кредиторов и инвесторов.

При анализе тенденций и расчетных показателей используют множество зависимостей и взаимосвязей между переменными любого бизнеса. Постоянное наблюдение за размером и амплитудой изменений в этих взаимосвязях дает ключ к пониманию важных перемен в исходных финансовых и других условиях функционирования компании. Выявление изменений и своевременная реакция на неблагоприятные тенденции составляют сущность контроля.

Руководство компании получает ряд важных преимуществ от систематического слежения за данными финансовой документации и основными зависимостями, которые они отражают.

1. Общеизвестно, что ни одно событие в бизнесе не происходит изолированно, является причиной или следствием, т.е. звеном в цепи других событий. Такой подход нацелен на определение места данного события, его роли в рассматриваемой ситуации.

2. Не следует воздействовать на изолированное явление, нужно определить происшедшие в этой связи относительные изменения и выявить исходные причины. Поэтому нельзя оценить положительно или негативно событие до тех пор, пока не соотнесешь его с другими факторами.

3. Мониторинг избавляет руководство от необходимости погружения в пучину фактов и цифр, в которую затягивает обычно огромное число показателей, скорость их изменения, степень возможного ущерба. Вместо этого руководство компаний так организует контроль за данными, чтобы иметь возможность соотнести их с предыдущими и внешними стандартами.

4. Мониторинг позволяет быстро и эффективно реагировать на события по мере их развития, а не проводить анализ причин и последствий постфактум.

Анализ финансовой отчетности вместе с динамикой коэффициентов и оценкой тенденций составляет важную группу инструментов аудита, которая может существенно дополнить другие его методы, к числу которых относятся процедурные и ратификационные тесты. Дело в том, что ошибки и неточности любого характера могут исказить (и существенно) различные структурные взаимосвязи, а выявление и анализ этих искажений – привести к обнаружению исходных ошибок. Более того, процесс финансового анализа требует от аудитора сжатого представления об анализируемой организации, которое помогает определить наиболее подходящий тип дополнительных инструментов анализа.

Анализ финансовой отчетности служит интересам многих других групп пользователей. Так, налоговое управление может применять средства и методы для проверки налоговых деклараций и достоверности, указанных в них сумм². Другие правительственные учреждения и органы власти также могут использовать вышеупомянутый анализ в процессе осуществления ими своих властных полномочий и выполнения функций. Покупатели также имеют возможность определить состояние дел своих поставщиков, их прибыль на капитал и другие производные показатели.

² Среди сфер анализа можно выделить, например, те, что исследуют следующие вопросы: 1) достаточна ли прибыль для покрытия необходимых платежей; 2) соответствует ли отчетный уровень прибыли нормальному для данного бизнеса; 3) не меньше ли отчетная норма прибыли по сравнению с банковской ставкой процента; 4) оказывают ли влияние изменения в собственном капитале на отчетную прибыль.

3. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И КАТЕГОРИИ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА ОРГАНИЗАЦИИ

Одним из основных источников информации, используемым для финансового анализа, является бухгалтерский баланс. Под балансом понимается отчет, в котором отражены имущество организации в денежном выражении и источники его финансирования на отчетную дату отчетного периода; на отчетную дату предыдущего года, предшествующую отчетному периоду, на отчетную дату предшествующую предыдущему году (например, на 31.12.2015 года, на 31.12.2014 года, на 31.12.2013 года). Хозяйственные средства организации называются активами, а их источники пассивами. Под активами понимаются хозяйственные средства организации, в которые вложен ее капитал, имущество организации.

Нематериальные активы – это интеллектуальный капитал организации, он включает в себя знания, брэнды, исследования и разработки, интеллектуальную собственность, репутацию организации, взаимоотношения с собственными работниками и бизнес-партнерами.

В настоящее время немногие компании управляют нематериальными активами, измеряют и отслеживают их движение и влияние на формирование добавленной стоимости бизнеса организации. Несмотря на постоянное обновление приемов оценки нематериальных активов они по-прежнему не в полной мере учитываются в отчетах, не полностью оценивается стоимость этих активов, при их оценке не хватает прозрачности и стабильности. Многие в достоверности оценки нематериальных активов зависит от правильности их классификации, выявления закономерностей формирования интеллектуального капитала организации, определения вклада интеллектуального капитала в стратегию развития организации и эффективность бизнеса.

Интеллектуальный капитал подразделяется на потребительский, организационный и человеческий. Потребительский капитал включает в себя, прежде всего клиентскую базу организации. В современных условиях клиентская база и отношения с потребителями становятся основным нематериальным активом компании. При оценке ценности потребителя для бизнеса следует определять издержки на его привлечение, обслуживание и удержание в течение жизненного цикла клиента в рамках данной компании и вычесть их из совокупной суммы дохода приносимого данным потребителем. Подобный расчет отражается с помощью показателя – пожизненная доходность потребителя. К потребительскому капиталу относится и ценность брендов. Оценка брендов включает в себя издержки инвестирования; оценку будущих денежных потоков (доходов); экономическую оценку всех факторов, которые могли бы повлиять на стоимость бренда.

Организационный (структурный) капитал, составляющий часть интеллектуального капитала, охватывает исследования и разработки, а также интеллектуальную собственность. Интеллектуальная собственность представлена теми нематериальными активами, которые можно защитить правовыми нормами: копирайт, патент, фирменное программное обеспечение и торговые марки. К организационному капиталу следует относить и инфраструктурные активы, связанные с запатентованными уникальными методами бизнеса (например, с новой информационной технологией по обработке заказов, запатентованной компанией). К информационным активам следует отнести также философию управления и планирования, корпоративную культуру, информационные системы.

Последним элементом, входящим в интеллектуальный капитал, выступает человеческий капитал. Понятие человеческого капитала объединяет ноу-хау, образование, квалификацию, знания, связанные с работой, профессиональную подготовку работников и их компетенции, навыки, умения, опыт, талант, способности к аналитическому анализу.

Во внеоборотные активы помимо нематериальных входят и материальные активы. Материальные активы представляют собой основной капитал, они объединяют реальные активы длительного пользования. Длительный период использования означает, что при обычных обстоятельствах этот период будет превышать один год. Данные активы должны амортизироваться систематически в соответствии с расчетным периодом амортизации.

Материальные активы – это крупные, дорогие активы, необходимые для осуществления компанией различных хозяйственных операций. Сюда входят земля, здания и строения, машины и оборудование, транспортные средства, офисная техника и т.п. Стандартный способ определения их стоимости заключается в вычитании из первоначальной стоимости их приобретения амортизации, накопленной за время пользования ими. Отметим, что при оценке стоимости недвижимости, прежде всего земельных участков, следует делать поправки с учетом текущей стоимости.

К основному капиталу (материальным активам) относится и незавершенное строительство, отражающее развитие собственной производственной базы предприятия. Его оценка осуществляется с учетом процента готовности возводимого объекта производственного назначения.

Завершающим элементом внеоборотных активов являются финансовые активы («финансовый» капитал). Сюда включаются активы, находящиеся в долгосрочном владении, например, акции других компаний, приобретенные с целью получения прибыли. Вложения в дочерние и зависимые общества, займы, предоставляемые организациям (сроком более чем на 12 месяцев). Сюда же следует включить и доходные вложения в материальные ценности – имущество для передачи в лизинг, имущество, предоставляемое по договору проката.

Оборотные активы называют оборотным капиталом организации. Это наиболее подвижная часть активов, которые при нормальной хозяйственной деятельности организации меняют свою натурально-вещественную форму в относительно короткий период времени (менее чем за один год). Оборотный капитал включает в себя следующие элементы: запасы, дебиторскую задолженность, ценные бумаги и прочие краткосрочные вложения, денежные средства.

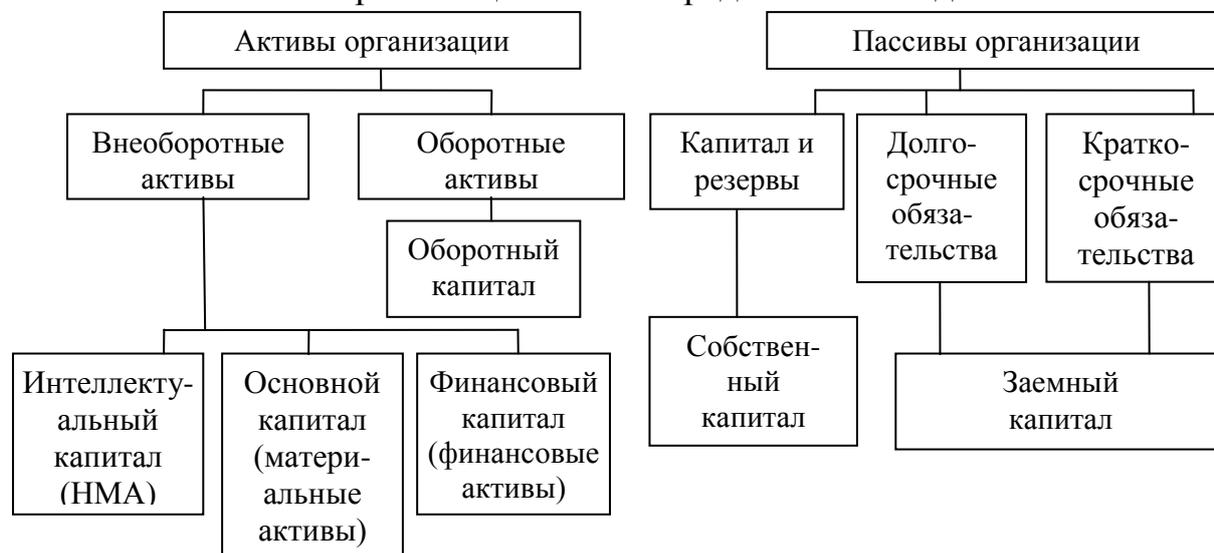
Итак, в соответствии со структурой капитала организации (а она в последние годы стала более сложной) активы подразделяются на интеллектуальный капитал, основной, «финансовый» и оборотный капитал.

Структура источников капитала организации представлена собственным и заемным капиталом, отражаемым в пассиве баланса. Собственный капитал включает в себя вклад в организацию ее владельца (владельцев), а также соответствующую долю прибыли, остающуюся в распоряжении организации. Кроме того собственный капитал содержит добавочный капитал (связанный с переоценкой основных средств) и резервный капитал. Собственный капитал представлен итогом III раздела баланса «Капитал и резервы».

Под заемным капиталом понимаются все долгосрочные и краткосрочные заимствования плюс все краткосрочные обязательства, которые по формальным признакам называются долгом. Заемный капитал включает в себя долгосрочные кредиты и займы (заемные средства из раздела IV баланса), краткосрочные кредиты и займы (заемные средства из раздела V баланса) и кредиторскую задолженность (из раздела V баланса).

Если компания привлекает заемный капитал, осуществляя заимствования по преобладающим рыночным ставкам, то выплачиваемый процент является характеристикой стоимости долга до налогообложения. Поскольку проценты по долгу исключаются из налогооблагаемого дохода, стоимость долга после уплаты налогов (т.е. ставка, установленная на основе рыночных данных, умноженная на единицу минус ставка налога на прибыль компании) является соответствующей стоимостью долга для компании.

Состав капитала организации можно представить в виде схемы:



4. СОДЕРЖАНИЕ И ЭТАПЫ ПРОВЕДЕНИЯ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА ОРГАНИЗАЦИИ

Финансовый анализ – это процесс, который имеет своей целью оценку текущего и прошлого финансового положения и результатов деятельности организации, при условии первоочередного определения будущих перспектив ее развития.

Как правило, финансовый анализ включает:

– сравнение суммарных показателей в финансовой отчетности. Это сравнение выявляет тренды и освещает основные сильные и слабые стороны организации. Оно также может выявить области, требующие корректировки (например, оборотного капитала в части дебиторской задолженности; основного капитала с учетом сроков жизни реальных активов длительного пользования и применяемых методов амортизации; текущих активов с учетом возраста счетов, подлежащих оплате и принятого платежного порядка; финансирования долга, при условии изучения отдельных финансовых соотношений, а также ставок по долговым обязательствам, дополнительной способности к заимствованию; собственного капитала организации и его структуры; роста или снижения доходов организации – выручки от продаж, как свидетельства способности компании зарабатывать прибыль и т.п.).

– анализ финансовых соотношений – относительных показателей (коэффициентов). Относительные показатели помогают выявить тренды, которые можно сравнить с данными по организациям – конкурентам той же отрасли, с рекомендуемыми значениями финансовых коэффициентов.

– сравнение с данными отрасли или ближайшими конкурентами. Финансовая информация организации сможет сравниваться с аналогичными данными по ближайшим конкурентам или данными по отрасли в целом. При этом должны соблюдаться следующие условия:

- сравниваемые организации должны быть действительно сопоставимы по типу бизнеса, размерам, обслуживаемым рынкам и т.п.;

- все рассчитываемые показатели и коэффициенты по сравниваемым организациям должны рассчитываться одними и теми же методами;

– изучение прогнозной информации. Перспективные данные бюджетов организации и прогнозы ее будущего развития используются для качественного анализа.

Проведение финансового анализа предполагает использование годовых форм финансовой отчетности (баланса и приложений к нему). Если же финансовая отчетность используется в оценочном анализе (при оценке стоимости бизнеса), то требуются годовые показатели за последние пять лет, предшествующие дате оценки.

Финансовый анализ организации проводится в следующей последовательности:

Этап I. Анализ и оценка состава и структуры имущества организации (актив баланса) и источников его покрытия (пассив баланса).

Этап II. Прогнозирование банкротства организации

Этап III. Анализ ликвидности

Этап IV. Анализ структуры капитала, долгосрочной платежеспособности и финансовой устойчивости.

Этап V. Оценка деловой активности

Этап VI. Оценка уровня прибыли и эффективности деятельности

5. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА СОСТАВА И СТРУКТУРЫ ИМУЩЕСТВА ОРГАНИЗАЦИИ И ИСТОЧНИКОВ ЕГО ПОКРЫТИЯ

Анализ финансового состояния организации следует начинать с общей характеристики состава и структуры актива (имущества) и пассива (источников) баланса.

Активы – это возможная будущая экономическая выгода, полученная или контролируемая организацией в результате ее прошлой деятельности и прошлых сделок.

Активам присущи следующие существенные характеристики:

во-первых, они воплощают в себе возможную будущую выгоду, которая предполагает способность одного отдельного вида активов или в совокупности с другими активами вносить свой вклад (прямо или косвенно) в результаты деятельности организации;

во-вторых, особое место отводится функционирующим активам, на которых практически строится весь бизнес. Под функционирующими активами понимаются те группы активов, которые не просто используются в данном бизнесе, но и определяют его эффективность в будущем;

в-третьих, выделяются иммобилизованные (внеоборотные) активы (итог I раздела баланса), обеспечивающие производственную деятельность предприятия и мобильные активы (оборотные активы – итог II раздела баланса), обеспечивающие хозяйственно-финансовую деятельность организации. Организация должна иметь достаточный минимум внеоборотных активов, хотя предпочтительным является рост мобильной части имущества.

При изучении активов оцениваются изменения в структуре мобильной и иммобильной частей имущества за анализируемый временной промежуток.

В составе мобильных (оборотных) активов особую роль играют текущие активы. К ним относятся денежные средства, краткосрочные финансовые вложения, дебиторская задолженность со сроком погашения в течение 12 месяцев (краткосрочная) и запасы.

Денежные средства считаются наиболее ликвидными активами. Они являются начальным и конечным пунктами производственно-коммерческого и учетного цикла, который включает покупку и производство товаров и услуг, а также их продажу и получение выручки. Денежные средства являются тем пунктом учетного цикла, где руководство организации имеет наибольшую свободу выбора при размещении и использовании имеющихся ресурсов.

Краткосрочные финансовые вложения в большинстве случаев являются временным размещением свободной наличности, поэтому они при проведении финансового анализа приравниваются к денежным средствам в качестве их эквивалентов.

Дебиторская задолженность представляет собой суммы, которые должны компании (обычно за проданные товары и услуги). Дебиторской задолженностью считаются также начисленные арендные платежи, векселя к получению и т. п. Краткосрочная дебиторская задолженность, относящаяся к текущим активам должна погашаться в течение года. Эта часть текущих активов относится к быстрореализуемым активам.

Запасы представляют собой очень важную часть текущих активов, хотя и считаются менее ликвидными, чем денежные средства или краткосрочная дебиторская задолженность. Запасы относятся к медленно реализуемым активам. Запасы, хранящиеся более года, в соответствии с отраслевой спецификой и понятием «нормального производственно-коммерческого цикла» будут классифицироваться как текущие активы.

В иммобилизованные активы (внеоборотные активы) включаются материальные, нематериальные и финансовые активы.

К материальным активам относятся активы, ожидаемый срок эксплуатации которых больше года. Эти активы используются в производственной деятельности и приобретаются не для продажи, а для обеспечения нормального функционирования предприятия. В эту группу активов, прежде всего, входят здания, сооружения, оборудование, машины и т. п. (то есть материальные основные средства). В балансе основные средства отражаются по остаточной стоимости, то есть с учетом износа. К материальным активам относится и незавершенное строительство. Материальные активы – это реальные активы длительного пользования.

Отличительным признаком нематериальных активов является то, что они не имеют физической формы и представляют собой права на получение прибыли в будущем. К основным категориям нематериальных активов относятся: гудвилл (стоимость деловых связей фирмы); патенты, авторские права и торговые марки; права на разработку природных ресурсов; формулы, технологии и образцы (например, программное обеспечение или документация); лицензии, франчайзинг, участие в тех или иных ассоциациях, клиентская база (включая списки клиентов). Нематериальные активы имеют ограниченный срок эксплуатации и,

следовательно, должны амортизироваться. Срок эксплуатации может ограничиваться такими факторами как действующие законодательные акты, договорные и регулирующие условия и т. п.

Материальные и нематериальные активы, а также оборотные активы относятся к реальным активам необходимым для ведения бизнеса. Но за любые реальные активы необходимо платить. Для того чтобы получить требуемые деньги организация продает свидетельства, удостоверяющие право притязания на ее реальные активы и создаваемые ими денежные потоки. Эти свидетельства называются финансовыми активами или ценными бумагами. К финансовым активам относят вложения в дочерние структуры и ассоциированные компании.

При проведении анализа состава и структуры актива баланса необходимо установить изменение реальных активов организации, а также её финансовых активов.

Для общей оценки имущественного потенциала организации проводится анализ динамики состава и структуры обязательств (пассива) баланса. В раздел «пассивы» входят три компонента: собственный капитал (итог III раздела баланса), долгосрочные обязательства (итог IV раздела баланса) и краткосрочные обязательства (итог V раздела баланса).

Собственный капитал характеризует ту часть источников предприятия, которая составляет его собственность.

Краткосрочные обязательства во многом тесно связаны с оборотными активами. Так статье «Кредиторская задолженность» противопоставляется статья «Дебиторская задолженность». Такие статьи как «Заемные средства» из раздела «Краткосрочные обязательства» отражают повседневные операции, производимые организацией с денежными средствами. Краткосрочные или текущие обязательства должны быть оплачены менее чем за один год. Краткосрочные обязательства – это сумма кредиторской задолженности, краткосрочных займов и различного рода накопившихся обязательств, которые должны быть погашены в течение года. В долгосрочные обязательства входят все займы и кредиты со сроком погашения более одного года (а также долгосрочная кредиторская задолженность).

Краткосрочные и долгосрочные обязательства организации по совокупности в экономической литературе часто отождествляют с заемным капиталом. Ни один кредитор или заимодавец не будет предоставлять заемные средства без гарантий и обеспечения, которые дает собственный капитал. Поэтому процесс заимствования представляет собой формирование заемного капитала на базе собственного, то есть используется заданная величина собственного капитала как основа для привлечения заемных средств.

Поскольку капитал организации формируется за счет разных источников, в процессе анализа необходимо оценить каждый из них и произвести сравнительный анализ их стоимости.

Для кредиторов и владельцев компании важное значение имеет понятие «стоимость капитала». Когда кредиторы и владельцы инвестируют в бизнес, они несут альтернативные издержки, равные доходам, которые могли бы получить, если бы выбрали другой вариант инвестиций с таким же риском. Эти альтернативные издержки вместе определяют минимальную норму доходности, которую должна получить компания, чтобы оправдать ожидания инвесторов. Это и есть стоимость капитала организации или средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Стоимость капитала компании – это стоимость отдельных источников капитала, оцененных по их значимости в структуре капитала организации. Средневзвешенная стоимость капитала – это смешанные стоимости компонентов структуры капитала компании, каждый из которых взвешивается по рыночной стоимости соответствующего компонента. Формула WACC имеет следующий вид:

$$WACC = (k_e \times w_e) + (k_p \times w_p) + (k_{d(pt)} \cdot [1 - t] \times w_d), \quad (1)$$

где WACC – средневзвешенная стоимость капитала; k_e – стоимость капитала в форме обыкновенных акций; w_e – доля капитала в форме обыкновенных акций в структуре капитала (по рыночной стоимости); k_p – стоимость капитала в форме привилегированных акций; w_p – доля капитала в форме привилегированных акций в структуре капитала (по рыночной стоимости); $k_{d(pt)}$ – стоимость заемного капитала до уплаты налогов; t – ставка налога на доходы (прибыль); w_d – доля заемного капитала в структуре капитала (по рыночной стоимости).

6. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ БАНКРОТСТВА ОРГАНИЗАЦИИ

Банкротство – это такое состояние, при котором совокупные активы организации значительно ниже ее совокупных обязательств.

Для прогноза банкротства используется Z-счет Е. Альтмана. Z-счет представляет собой многофакторное регрессионное уравнение. В котором используются индексы кредитоспособности, полученные Е. Альтманом в 60-е годы XX века на основе обследования 66 фирм, половина из которых разорилась за 1946–1965 гг., а половина работала успешно. Формула определения Z-счета имеет вид:

$$\begin{aligned}
Z\text{-счет} = & \left(\frac{\text{Оборотный капитал}}{\text{Все активы}} \times 1,2 \right) + \\
& + \left(\frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Все активы}} \times 1,4 \right) + \\
& + \left(\frac{\text{Доход от основной деятельности}}{\text{Все активы}} \times 3,3 \right) + \\
& + \left(\frac{\text{Рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций}}{\text{Все пассивы}} \times 0,6 \right) + \\
& + \left(\frac{\text{Объем продаж}}{\text{Все активы}} \times 1,0 \right)
\end{aligned} \tag{2}$$

Критическое значение индекса Z , рассчитанное Е. Альтманом по данным указанной статистической выборки, составляет 2,675. С этой величиной сопоставляется расчетное значение индекса, полученное для конкретной организации. Для прогноза вероятности банкротства можно воспользоваться данными табл. 1.

Таблица 1

Вероятность банкротства исходя из значений Z -счета Альтмана

| Z -счет | Вероятность банкротства |
|----------------|-------------------------|
| 1,8 и меньше | Очень высокая |
| от 1,81 до 2,7 | Высокая |
| от 2,8 до 2,9 | Возможная |
| 3,0 и выше | Очень низкая |

По пятифакторной модели Е. Альтмана спрогнозировать банкротство на один год можно с вероятностью до 90 %; на два – до 70 %; на три – до 50 %.

Сама формула Z -счет может применяться лишь для открытых акционерных обществ, из-за наличия четвертой дроби, в которой используется при расчете рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций.

7. АНАЛИЗ ЛИКВИДНОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ

Одним из детерминантов долгового потенциала организации является ликвидность ее активов. Активы считаются ликвидными, когда их можно легко превратить в денежные средства, а обязательство называется ликвидным, если его нужно оплатить в ближайшем будущем.

Ликвидность – способность к платежу, это наличие денежных средств или возможность их оперативно получать для удовлетворения текущих потребностей по мере возникновения последних. Ликвидность означает способность организации обратить активы в наличность или получить

наличные денежные средства. Ликвидность организации в краткосрочном периоде определяется ее возможностями покрыть свои краткосрочные обязательства. Краткосрочным периодом условно считается срок до года, хотя иногда он также отождествляется с нормальной продолжительностью производственно-коммерческого цикла, т.е. промежутком времени, охватывающим закупку сырья, непосредственно производство, реализацию (продажу) товаров и получение организацией денежных средств за реализованную продукцию (услуги, работы).

Срочность ликвидности лучше всего можно осознать, оценив возможные последствия способности компании покрыть свои краткосрочные обязательства (текущие пассивы).

Существует несколько степеней ликвидности. Недостаточная ликвидность, как правило, означает, что организация не в состоянии воспользоваться преимуществами скидок и возникающими выгодными коммерческими возможностями. На этом уровне недостаток ликвидности означает, что нет свободы выбора, и это ограничивает свободу руководства в принятии бизнес-решений.

Значительный недостаток ликвидности заключается в том, что компания не способна оплатить свои текущие долги и обязательства. Это может привести к интенсивной продаже срочных вложений и активов, а в самом худшем случае – к неплатежеспособности и банкротству организации.

Для собственников компании недостаточная ликвидность может означать уменьшение прибыльности, потерю контроля над задолженностью и частичную или полную потерю вложений капитала. Для кредиторов недостаточная ликвидность у должника может означать задержку, как по выплате процентов, так и основной суммы долга или частичную либо полную потерю ссуженных средств. Текущее состояние ликвидности компании может повлиять также на ее отношения с клиентами и поставщиками товаров и услуг. Такое положение может выразиться в неспособности данной организации выполнить условия контрактов и привести к разрыву связей с поставщиками. Именно поэтому ликвидности придается большое значение, так как если компания не может погасить свои текущие обязательства по мере наступления срока их оплаты, её дальнейшее существование ставится под сомнение и она может оказаться в кризисной ситуации.

При определении ликвидности и платежеспособности организации проводится анализ ликвидности баланса, и оцениваются относительные показатели ликвидности и платежеспособности.

7.1. Оценка ликвидности баланса

Главная задача оценки ликвидности баланса – определить величину покрытия обязательств организации ее активами, срок превращения которых в денежную форму (ликвидность) соответствует сроку погашения обязательств (срочности возврата).

Для проведения анализа данные актива и пассива баланса группируются по следующим признакам:

- статьи актива – по степени убывания ликвидности;
- статьи пассива – по степени срочности оплаты (погашения).

Активы в зависимости от скорости превращения в денежные средства (ликвидности) подразделяются на четыре группы:

A_1 – наиболее ликвидные активы (высоко ликвидные активы). Они включают денежные средства и краткосрочные финансовые вложения;

A_2 – быстрореализуемые активы – дебиторская задолженность сроком погашения до 12 месяцев³;

A_3 – медленно реализуемые активы состоят из запасов, дебиторской задолженности сроком погашения более 12 месяцев, долгосрочных финансовых вложений и доходных вложений в материальные ценности;

A_4 – труднореализуемые активы представляют собой все внеоборотные активы (I раздел баланса) кроме долгосрочных финансовых вложений и доходных вложений в материальные ценности.

Разбиение пассива баланса на группы происходит следующим образом (по степени срочности их возврата):

P_1 – наиболее срочные пассивы, куда входят кредиторская задолженность и прочие краткосрочные обязательства;

P_2 – краткосрочные пассивы, включают краткосрочные кредиты и займы (заемные средства, из раздела V «Краткосрочные обязательства»);

P_3 – долгосрочные пассивы состоят из долгосрочных кредитов и займов (заемные средства из раздела IV «Долгосрочные обязательства»);

P_4 – постоянные пассивы, включают собственный капитал предприятия.

Статья «Доходы будущих периодов» может включать в себя как отсроченные обязательства, так и отсроченные доходы, которые должны быть получены в будущем. В первом случае эта строка включается в P_1 , во втором сумма, отражаемая по ней, не учитывается при группировке пассива.

При определении ликвидности баланса группы актива и пассива сопоставляются между собой. Различают следующие виды ликвидности

³ Распределение дебиторской задолженности на краткосрочную и долгосрочную производится на основе данных раздела 5 «Дебиторская и кредиторская задолженность», табл. 5.1 «Наличие и движение дебиторской задолженности», содержащихся в Пояснении к бухгалтерскому балансу и отчету о финансовых результатах (Приложение 3 к годовому балансу).

баланса: абсолютную ликвидность, текущую ликвидность, перспективную ликвидность.

Условие абсолютной ликвидности записываются в виде совокупности неравенств:

$$\left\{ \begin{array}{l} A_1 \geq П_1 \\ A_2 \geq П_2 \\ A_3 \geq П_3 \\ A_4 \leq П_4 \end{array} \right. \quad (3)$$

Необходимым условием абсолютной ликвидности баланса является выполнение первых трех неравенств. Четвертое неравенство носит так называемый балансирующий характер: его выполнение свидетельствует о наличии у организации собственных оборотных средств. Если любое из неравенств имеет знак, противоположный зафиксированному в оптимальном варианте, то ликвидность баланса отличается от абсолютной.

Теоретически недостаток средств по одной группе активов компенсируется избытком по другой, но на практике менее ликвидные средства не могут заменить более ликвидные.

Условие текущей ликвидности имеет вид:

$$(A_1 + A_2) \geq (П_1 + П_2) \quad (4)$$

Текущая ликвидность свидетельствует о платежеспособности в ближайшее время.

Условие перспективной ликвидности выглядит следующим образом:

$$A_3 \geq П_3 \quad (5)$$

На основе перспективной ликвидности прогнозируется долгосрочная ориентировочная платежеспособность.

7.2. Оценка относительных показателей ликвидности и платежеспособности

Для качественной оценки платежеспособности и ликвидности организации кроме анализа ликвидности баланса требуется провести расчет относительных показателей (коэффициентов) ликвидности.

К показателям ликвидности относятся: коэффициент абсолютной ликвидности, коэффициент критической (срочной) ликвидности, коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия).

Наиболее ликвидными активами, бесспорно, являются денежные средства, которые и представляют мерилу ликвидности. Краткосрочные финансовые вложения рассматриваются как денежные эквиваленты. Денежные средства и приравненные к ним краткосрочные финансовые вложения, отнесенные к сумме текущих пассивов, отражают коэффициент абсолютной ликвидности. Данный коэффициент показывает важность денежных средств как предельной формы ликвидности. Излишняя «строгость» этого показателя снижает его значение для анализа.

Одни активы по своим свойствам находятся ближе к денежным средствам, чем другие. В качестве таких активов выступает краткосрочная дебиторская задолженность (быстрореализуемый актив). Денежные средства, их эквиваленты и дебиторская задолженность (краткосрочная) участвуют при расчете коэффициента критической или мгновенной ликвидности. Этот показатель часто называют «лакмусовой бумажкой» или «кислотным тестом». В знаменателе данного показателя, как и в случае с коэффициентом абсолютной ликвидности находятся текущие пассивы.

Организация, оборотные активы которой состоят преимущественно из денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и краткосрочной дебиторской задолженности, обычно считается более ликвидной, чем организация, оборотные активы которой состоят в основном из запасов. Запасы могут оказаться низколиквидными. Когда организация попадает в неприятности, запасы бывает трудно продать иначе как по бросовой цене (потребители не желают покупать продукцию компании и у нее на складах скапливаются огромные запасы невостребованных товаров). Именно поэтому менеджеров при принятии бизнес-решений часто интересуют только денежные средства, краткосрочные вложения и счета, еще не оплаченные клиентами в течение 12 месяцев.

Коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия) очень любят использовать финансовые структуры, которые дают денежные средства в долг. Коэффициент текущей ликвидности сравнивает активы (текущие активы), которые в течение года превратятся в денежные средства, с обязательствами, которые необходимо погасить за этот год. Текущие обязательства организации образуют платежи, которые она должна произвести в ближайшее время. Следовательно, отношение текущих активов к текущим обязательствам отражает норму ликвидности или коэффициент покрытия (коэффициент текущей ликвидности).

Именно коэффициент текущей ликвидности получил в практике хозяйствования широкое распространение. Причины такого положения сводятся к следующим основным моментам:

– коэффициент покрытия определяет степень, в которой текущие активы покрывают текущие пассивы. Чем больше величина текущих

активов по отношению к текущим пассивам, тем больше уверенность, что эти пассивы могут быть оплачены за счет этих активов;

–превышение текущих активов над текущими пассивами обеспечивает резервный запас для компенсации убытков, которые может понести организация при размещении и ликвидации всех текущих активов, кроме наличности. Чем больше величина резервного запаса, тем привлекательнее для кредиторов. То есть коэффициент покрытия определяет границу безопасности для покрытия любого возможного снижения рыночной стоимости текущих активов;

–коэффициент покрытия характеризует резерв ликвидных денежных средств, имеющийся сверх текущих обязательств, границу безопасности для компенсации неопределенности и случайных нарушений, объектом которых являются потоки денежных средств в компании. К таким непредвиденным нарушениям работы относят чрезвычайно высокие убытки. Эти нарушения могут временно и неожиданно приостановить или сократить приток денежных средств.

Использование коэффициента текущей ликвидности предполагает более детальное изучение активов и пассивов организации:

– определение качества текущих активов и характер текущих пассивов, которые включаются в расчет коэффициента покрытия;

– время оборота этих активов и пассивов, т.е. средний промежуток времени, необходимый для того, чтобы обратить дебиторскую задолженность и запасы в денежные средства, и время, которое может занять оплата текущих пассивов.

Значение данного показателя (коэффициента текущей ликвидности) не должно быть менее 1. Соотношение менее 1 означает, что у организации нет достаточного количества средств для погашения своих краткосрочных обязательств, а это свидетельствует о наличии финансового риска и угрозы банкротства. Низкий уровень ликвидности может быть следствием затруднений в реализации продукции, увеличения дебиторской задолженности (так как изменение величины дебиторской задолженности должно соответствовать изменениям объема продаж) и других причин. Так основным фактором, определяющим величину запасов, является, как и в случае с размером дебиторской задолженности, предполагаемый объем продаж. В свою очередь объем продаж зависит от уровня спроса. Используя научные методы управления запасами (оптимальный размер заказа, уровень страхового запаса, момент возобновления заказа) установили, что прирост запасов находится не в линейной зависимости от спроса и что объем запасов пропорционален квадратному корню из объема реализации.

Соотношение между текущими активами и текущими пассивами 3:1 считается нежелательным, поскольку свидетельствует о наличии у организации средств больших, чем она может эффективно использовать,

что влечет за собой снижения показателя рентабельности активов. В то же время быстрое снижение коэффициента текущей ликвидности зачастую свидетельствует о серьезных проблемах.

При применении рассматриваемого коэффициента в конкретной организации необходимо помнить, что различные виды бизнеса находятся в разных условиях. И там, где одни организации могли бы задохнуться от низкой краткосрочной ликвидности, другие чувствуют себя нормально. Например, ряду компаний приходится иметь большие товарно-материальные запасы, очень длинный производственный цикл, предоставлять товары в кредит на длительный срок и т. д. Другие же компании обходятся минимальным запасом товаров или получают больше товаров в кредит, чем сами отпускают на таких условиях.

Перечень показателей ликвидности представлен в табл. 2.

Следует признать, что приведенные коэффициенты – довольно неточные показатели ликвидности, по крайней мере, по двум причинам. Во-первых, продление срока действия некоторых обязательств, например, кредиторской задолженности, практически не грозит неплатежеспособностью, если организация имеет хотя бы незначительную прибыльность. Во-вторых, если организация не намерена выходить из бизнеса, то большую часть денежных средств, полученных благодаря ликвидации текущих активов, нельзя использовать для погашения задолженности, поскольку эти средства нужно вернуть в бизнес, чтобы поддерживать текущие хозяйственные операции.

Анализ коэффициентов платежеспособности широко используется менеджерами организации, кредиторами, инвесторами, налоговыми органами. Для финансового анализа при принятии бизнес-решений необходимо сравнивать значения всех перечисленных коэффициентов за отдельные промежутки времени, накапливая соответствующую информацию и сравнивая полученные значения с нормативными. В таком случае можно многое узнать об организации. В то же время нужно помнить о нескольких моментах. Во-первых, любой коэффициент – это лишь всего одно число, деленное на другое, поэтому он не может отразить все аспекты деятельности современной организации. Для оценки финансового состояния компании пользуются системой коэффициентов и показателей (сопоставляя, их друг с другом). Во-вторых, интерпретация полученных значений коэффициентов зависит от точки зрения аналитика и от конкурентной стратегии организации. Так с точки зрения краткосрочного кредитора высокое значение коэффициента текущей ликвидности – это положительный признак, означающий, что активы организации используются слишком консервативно. С точки зрения оперативной деятельности организации высокое значение коэффициента покрытия может отражать консерватизм руководства или являться естественным результатом выбранной конкурентной стратегии,

Таблица 2

Показатели ликвидности организации

| Наименование показателя | Формула расчета | Характеристика | Нормативное значение |
|---|--|--|----------------------|
| Коэффициент абсолютной ликвидности (К _{а.л.}) | $K_{a.l.} = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткосрочные финансовые вложения}}{\text{Текущие пассивы}}$ | Какую часть краткосрочной задолженности организация может погасить в ближайшее время. Показывает платежеспособность организации на дату составления баланса | ≥ 0,2 ... 0,5 |
| Коэффициент критической (срочной) ликвидности (К _{к.л.}) | $K_{k.l.} = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткосрочные финансовые вложения} + \text{Дебиторская задолженность краткосрочная}}{\text{Текущие пассивы}}$ | Показывает прогнозируемые платежные возможности организации при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами. Этот коэффициент является «лакмусовой бумажкой» ликвидности организации | ≥ 0,7 ... 1,0 |
| Коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия) (К _{т.л.}) | $K_{t.l.} = \frac{\text{Оборотные активы} - \text{Дебиторская задолженность долгосрочная}}{\text{Текущие пассивы}}$ | Отражает достаточность текущих активов для погашения краткосрочных обязательств организации. Характеризует запас прочности (норму ликвидности), возникающей вследствие превышения ликвидного имущества организации над имеющимися краткосрочными обязательствами | ≥ 1,0 ... 2,0 |
| Чистый оборотный капитал (ЧОК) | $\text{ЧОК} = \text{Текущие активы} - \text{Текущие пассивы}$ | Характеризует текущую ликвидность организации | > 0 |

предусматривающей либеральные условия кредита и значительные материальные запасы. То есть важно не то, слишком ли высоко полученное значение коэффициента, а то, действительно ли выбранная стратегия удовлетворяет потребности организации и о принятии каких бизнес-решений идет речь.

Широко используемым показателем ликвидности является величина рабочего капитала (чистого рабочего капитала, нетто-оборотного капитала) или чистого оборотного капитала. Это превышение текущих активов над текущими обязательствами. Этот показатель отражает совокупность ликвидных активов, которые обеспечивают страховой запас для кредиторов, характеризует уровень ликвидности основной деятельности. Чистый оборотный капитал может быть положительным или отрицательным. Если организация располагает достаточным положительным чистым оборотным капиталом, то значит, она имеет нормальные запасы наличности для оплаты тех товаров, которые необходимо приобрести. Если же организация располагает отрицательным чистым оборотным капиталом и ее текущие пассивы больше текущих активов, то ей не хватает способности тратить столько, сколько необходимо для ее нормальной деятельности. При прочих равных условиях конкурент с положительным значением чистого оборотного капитала будет превосходить организацию с отрицательной величиной этого показателя.

$$\text{Чистый оборотный капитал (ЧОК)} = \text{Текущие активы} - \text{Текущие пассивы} \quad (6)$$

Данный показатель популярен как мера ликвидности и финансовой устойчивости в краткосрочном временном интервале. Соблюдение условия о поддержании минимального рабочего капитала необходимо при заключении кредитного договора.

Вместе с тем абсолютная величина чистого оборотного капитала имеет значение только в сравнении с такими показателями как объем продаж (выручка от продаж) и сумма активов.

Кроме количественных факторов оценки ликвидности существуют и качественные факторы, зависящие от финансовой гибкости предприятия (организации). Финансовую гибкость организации можно определить, как ее способность противостоять неожиданным задержкам потоков денежных средств по непредвиденным причинам. То есть финансовая гибкость – это способность организации привлекать денежные средства из различных источников, увеличивать собственный капитал, продавать активы и регулировать направления деятельности таким образом, чтобы это соответствовало изменившимся обстоятельствам внешней или внутренней бизнес-среды организации. Финансовая гибкость важна при оценке

долгосрочной платежеспособности, а, следовательно, при расчете коэффициентов долговой нагрузки.

8. АНАЛИЗ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА, ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ И ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ

Оценка долгосрочной платежеспособности организации существенно отличается от процесса определения краткосрочной ликвидности. Понятие долгосрочной платежеспособности связано с долговым потенциалом организации, под которым понимается максимальная величина долгового финансирования (предусматривающего постоянные выплаты), которую организация в состоянии обслуживать.

Финансовая устойчивость компании характеризуется состоянием собственных и заемных средств (собственного и заемного капитала) и анализируется с помощью системы финансовых коэффициентов. Оценка соответствия коэффициентов может происходить на основе следующих баз для сравнения. Первый тип базы – это собственный опыт работы организации (сравнение значений коэффициентов за текущий год с аналогичными показателями за прошлые периоды). Второй тип аналитической базы заключается в сравнении данных, полученных для анализируемой организации, с ближайшими конкурентами (с целью определить лучше или хуже функционирует организация). Третий тип базы охватывает общеотраслевое сравнение (на основе публикуемой финансовой отчетности для публичных обществ – открытых акционерных обществ).

Оценка финансового состояния организации касается определения степени использования долга для получения большей прибыли для акционеров, когда заемные средства (заемный капитал) могут быть использованы организацией с большей прибылью, чем стоимость займа.

Принятие бизнес-решений в части привлечения заемного капитала предполагает анализ структуры капитала организации. Не существует единого приемлемого для всех компаний оптимального способа формирования структуры капитала. Поиск оптимальной структуры капитала оказывается скорее связанным с принятием компромиссных решений, зависящих от конкретной законодательной базы и условий налогообложения, а также обстоятельств, в которых оказалась организация.

При анализе структуры источников капитала важно выделять внутренние и внешние источники финансирования. Внутреннее финансирование развития организации осуществляется за счет собственного капитала (прежде всего такого источника как чистая прибыль). Внешнее финансирование означает привлечение средств акционеров, кредиторов или инвесторов.

Если организация занимает устойчивую конкурентную позицию в рынке и не собирается расширять свой бизнес с привлечением заемных средств, вопросы ее финансовой политики решаются в рабочем порядке, а финансовый риск является минимальным.

В том случае, когда речь идет о привлечении средств из внешних источников, например, для масштабного расширения деятельности организации (при реализации стратегии нововведений либо обновления) финансовый риск принятия управленческих решений по привлечению заемного капитала возрастает.

Значительную группу коэффициентов в перечне показателей, отражающих финансовую устойчивость организации, занимают коэффициенты ликвидного типа, коэффициенты привлечения средств, коэффициенты долговой нагрузки.

Коэффициенты привлечения средств в мировой практике часто называют коэффициентами капитализации, они призваны информировать об источниках, используемых организацией для финансирования инвестиций, с тем, чтобы видеть какой из источников (собственный или заемный) в какой степени задействован. В этой связи нашел признание и распространение термин «leverage», который характеризует относительный уровень финансового риска, которому подвержены кредиторы и акционеры организации, риска влияния привлечения заемных средств на прибыль акционеров. Имеется в виду, что разумные размеры заемных средств (заемного капитала) способны повысить рентабельность собственного капитала организации, а чрезмерные могут взломать всю ее финансовую систему.

Коэффициенты привлечения средств показывают, какую степень защиты задолженности обеспечивают активы организации. Чем больше величина заемного капитала в сопоставлении с собственными средствами владельца, тем выше риск для кредиторов. Коэффициенты привлечения средств призваны отразить, насколько могут быть обесценены активы в случае ликвидации организации, чтобы не причинить ущерб кредитору.

Коэффициент финансовой устойчивости отражает соотношение заемного и собственного капитала, его называют коэффициентом квоты собственника. Основное предназначение этого показателя – установить соотношение между различными способами финансирования, отражаемыми в балансе, а также сравнить величину собственного капитала и капитала кредиторов.

Описанный способ расчета коэффициента квоты собственника является классическим и широко распространен (применяется банками). Но по полученному результату трудно восстановить баланс.

Второй метод вычисления коэффициента квоты собственника определяет соотношение собственного капитала к совокупным активам.

Согласно третьему методу рассматриваемый коэффициент рассчитывается как отношение заемного капитала к совокупным активам. Полученный результат показывает долю заемного финансирования на уровне организации. Этим показателем можно определить задолженность как долю общей капитализации.

Одним из финансовых коэффициентов является показатель, отражающий отношение долгосрочной задолженности (долгосрочных кредитов и займов) к собственному капиталу. Если приведенное соотношение превышает 1, то доля долгосрочной задолженности излишне высока.

Важным показателем краткосрочных потребностей организации в финансировании выступает отношение краткосрочной задолженности (краткосрочных кредитов и займов и кредиторской задолженности) к общей сумме задолженности.

В последнее время при изучении структуры капитала все большее распространение получает термин «финансовый левеидж». Финансовый левеидж означает включение в структуру капитала организации задолженности, которая приносит постоянную прибыль. В целях обеспечения кредитору гарантий при предоставлении им заемных средств должен реализовываться принцип, согласно которому «формирование заемного капитала должно происходить на базе собственного». Таким образом, заданная величина собственного капитала используется как основа для привлечения заемного капитала.

Левеидж – это «палка о двух концах». Если прибыль на общую сумму активов выше расходов по обслуживанию долга (расходов по выплате процентов), то организация имеет выигрыш от привлечения заемных средств⁴. При этом рентабельность собственного капитала у нее выше, чем у аналогичной компании (обе компании имеют идентичные активы и величину прибыли до выплаты процентов и налогов), не имеющей долгов. В том случае, когда прибыль на общую сумму активов оказывается ниже расходов по обслуживанию долга, а прибыль на собственный капитал становится меньше, чем у аналогичной компании без долгов, привлечение заемных средств считается нецелесообразным. Описанные ситуации отражают положительный и отрицательный эффекты финансового левеиджа.

Эффект финансового левеиджа может быть измерен с помощью индекса финансового левеиджа:

$$\text{Индекс финансовго левеиджа} = \frac{\text{Рентабельность собственного го капитала}}{\text{Рентабельность активов}} \quad (7)$$

⁴ Рентабельность активов организации должна превышать стоимость заемного капитала

Если значение индекса больше 1, влияние финансового левериджа положительно. О нейтрализации финансового левериджа можно говорить, когда индекс будет равен 1. Когда значения индекса финансового левериджа, полученные за ряд лет (1-й год – 2,190; 2-й год – 1,371; 3-й год – 1,363), снижаются, следует сделать вывод о негативном влиянии финансового левериджа на деятельность организации.

Наряду с перечисленными показателями для оценки финансового состояния организации применяется коэффициент финансового левериджа. Он определяется как отношение суммы активов к величине собственного капитала:

$$\text{Коэффициент финансового леверидж} = \frac{\text{Сумма величины активов}}{\text{Сумма величины собственного го капитала}} \quad (8)$$

Данный коэффициент показывает, сколько денежных единиц активов приносит каждая единица собственного капитала компании. Чем больше активов финансируется на базе заданного собственного капитала, тем выше коэффициент финансового левериджа. В организации, которая прибыльно использует леверидж, наблюдается и более высокое значение этого коэффициента, что с одной стороны приводит к увеличению прибыли на собственный капитал, а с другой увеличивает риск, присущий этому изменению прибыли.

Оценка финансового состояния организации предполагает расчет коэффициентов покрытия. Финансовое бремя, которое испытывает организация в связи с использованием заемного капитала, в конечном счете, зависит не от отношения обязательств к активам или к собственному капиталу, а от способности компании обслуживать эти займы.

Эту мысль можно продемонстрировать на простом примере. Предположим, что у двух компаний, I и II, одинаковое соотношение задолженности у активов, но компания I получает прибыль, а II терпит убытки. Вполне возможно, что у II возникнут сложности при выполнении своих обязательств по выплате процентов и погашении займа, а компания I избежит таких проблем.

Напрашивается очевидный вывод: коэффициенты квоты собственника крайне важны только при ликвидации бизнеса, когда необходимо распределить между кредиторами и владельцами выручку от продажи активов. Во всех других случаях аналитиков больше интересует сравнение суммарной задолженности с денежными потоками, которые позволяют ее обслуживать. С этой целью и используют коэффициенты покрытия, самыми известными из которых являются коэффициент покрытия процентов и коэффициент покрытия долга. Если мы берем прибыль до уплаты процентов и налогов (earnings before interests and taxed – EBIT), то эти коэффициенты подсчитываются следующим образом:

$$\text{Коэффициент покрытия процентов} = \frac{\text{ЕВИТ}}{\text{величина платежей по процентам}} \quad (9)$$

$$\text{Коэффициент покрытия долга} = \frac{\text{ЕВИТ}}{\text{Величина платежей по процентам} + \left(\frac{\text{выплата основной суммы долга}}{1 - \text{ставка налогообложения}} \right)} \quad (10)$$

Оба коэффициента сравнивают долю прибыли (представленную в числителе), доступную для обслуживания долга, и тот или иной показатель годового финансового обязательства. Оба коэффициента в качестве доступной доли прибыли применяют ЕВИТ. Это та прибыль организации, которую можно будет использовать для выплаты процентов по договорным обязательствам. ЕВИТ считается до уплаты налогов, потому что расходы по выплате процентов подсчитываются до уплаты налогов, а мы хотим сравнить сходные показатели.

Эти коэффициенты демонстрируют насколько прибыль организации до уплаты налогов и процентов (ЕВИТ) превышает расходы на выплату процентов либо платежи по процентам и величину основной суммы долга.

Если организация не может в установленный срок погасить основную сумму долга, это приведет к таким же последствиям, как если бы она не смогла выплатить проценты по долговым обязательствам. В обоих случаях организация будет находиться в дефолте, и кредиторы могут вынудить ее объявить о своем банкротстве. Коэффициент покрытия долга расширяет понятие годового финансового обязательства и включает в него как проценты, так и выплату основной суммы долга. Рассматривая выплату основной суммы долга как часть финансового бремени организации, следует помнить, что она сравнивается с процентами и ЕВИТ, поэтому должна подсчитываться до уплаты налогов. В отличие от выплаты процентов. Погашение основной суммы долга – это расходы, которые не уменьшают налогооблагаемую базу.

Важными являются оба коэффициента. Отметим только, что коэффициент покрытия долга слишком консервативен, при условии, что организация полностью рассчитывается с существующими задолженностями, а коэффициент покрытия процентов слишком либерален, при условии, что компания собирается продлить срок выплат по своим обязательствам.

Теперь постараемся ответить еще на один вопрос, интересующий как кредиторов, так и менеджеров организации при принятии бизнес-решений. Какой из коэффициентов покрытия можно считать достаточным. Точного и однозначного ответа на этот вопрос не существует, но можно привести некоторые обобщения. Первое обобщение: если организация может легко получить доступ к денежным средствам благодаря своему

неиспользованному долговому потенциалу, значительным кассовым остаткам или высоколиквидным активам, она может довольствоваться низкими коэффициентами покрытия. Открытый доступ к денежным потокам предоставляет компании средство платежа, которым она может воспользоваться, когда прибыли окажется недостаточно, чтобы покрыть свои финансовые обязательства. Второе обобщение: размер покрытия должен повышаться вместе с ростом риска для бизнеса, с которым столкнулась организация. Например, если компания работает в динамичном окружении, для которого характерны технологические изменения и быстрое устаревание продукции. С учетом сложившегося риска организации не следует идти на дополнительный финансовый риск, который будут сопровождать низкие коэффициенты покрытия. Например, производитель продуктов питания, чьи денежные потоки стабильны и предсказуемы, может довольствоваться более низкими коэффициентами покрытия, чем компания, которая не может делать прогнозы больше, чем на три-четыре года вперед, поскольку ее деятельность зависит (и значительно) от состояния рынка и тенденций его развития. У такой организации величины коэффициентов покрытия должны быть высокими.

Набор коэффициентов долгосрочной платежеспособности и финансовой устойчивости представлен в табл. 3.

Таблица 3

Коэффициенты финансовой устойчивости организации

| Коэффициент | Формула расчета | Характеристика | Нормативное значение |
|--|--|--|----------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Коэффициенты квоты собственника: – коэффициент соотношения заемного и собственного капитала, коэффициент финансовой устойчивости ($K_{ф.у.}$) | $K_{ф.у.} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}}$ | Устанавливает соотношение между различными способами финансирования отражаемыми в балансе, а также сравнивает величину собственного капитала и капитала кредиторов | $< 0,7$ |
| – коэффициент соотношения собственного капитала и совокупных активов, коэффициент финансовой независимости (финансовой автономии) ($K_{ф.а.}$) | $K_{ф.а.} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Совокупные активы}}$ | Свидетельствует об удельном весе собственного капитала в валюте баланса | $> 0,5$ |
| – коэффициент соотношения заемного капитала и совокупных активов, коэффициент финансовой напряженности ($K_{ф.н.}$) | $K_{ф.н.} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Совокупные активы}}$ | Показывает удельный вес заемного капитала в валюте баланса | $\leq 0,5$ |

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|---|---|--|
| Коэффициент соотношения долгосрочной задолженности (долгосрочных кредитов и займов) к собственному капиталу ($K_{д/с}$) | $K_{д/с} = \frac{\text{Долгосрочные кредиты и займы}}{\text{Собственный капитал}}$ | Является альтернативным мерилем финансового рычага Показывает, в какой мере организация зависит от долгосрочных кредитов и займов при финансировании активов | < 1 |
| Коэффициент соотношения краткосрочной задолженности к общей сумме задолженности ($K_{к/з}$) | $K_{к/з} = \frac{\text{Краткосрочные кредиты и займы} + \text{Кредит.задол. - ть}}{\text{Заемный капитал}}$ | Отражает краткосрочную потребность организации в финансировании | В зависимости от специфики бизнеса |
| Коэффициент финансового левериджа ($K_{ф.л.}$) | $K_{ф.л.} = \frac{\text{Сумма активов}}{\text{Сумма собственного капитала}}$ | Показывает, сколько денежных единиц актива приносит каждая единица собственного капитала организации | Чем выше значение, тем лучше |
| Индекс финансового левериджа ($I_{ф.л.}$) | $I_{ф.л.} = \frac{\text{Рентабельность собственного капитала}}{\text{Рентабельность активов}}$ | Измеряет эффект финансового левериджа | > 1 Увеличение значения показателя по сравнению с предыдущим периодом отражает положительную тенденцию |

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|---|---|-------|
| Коэффициенты покрытия: – коэффициент покрытия процентов ($K_{п.п.}$) | $K_{п.п.} = \frac{\text{Прибыль до уплаты процентов и налогов}}{\text{Величина платежей по процентам}}$ | Сравнивает долю прибыли, доступную для обслуживания долга в части расходов на выплату процентов | > 1 |
| – коэффициент покрытия долга ($K_{п.д.}$) | $K_{п.д.} = \frac{\text{Прибыль до уплаты процентов и налогов}}{\left(\frac{\text{Выплаты основной суммы долга (погашение займов и кредитов)}}{1 - \text{Ставка налогообложения}} \right) + \left(\text{Величина платежей по процентам} \right)}$ | Сравнивает долю прибыли доступной для обслуживания долга в части расходов на выплату процентов и погашения основной суммы долга | > 1 |

9. ОЦЕНКА ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ

Показатели деловой активности часто называют коэффициентами текущей деятельности организации, они в основном измеряют эффективность использования организацией своих активов. К числу показателей деловой активности относятся коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, коэффициент оборачиваемости запасов (товарно-материальных запасов), коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, коэффициент оборачиваемости активов.

Оборачиваемость дебиторской задолженности может быть выражена либо как среднее число оборотов остатков по данным счетам в течение года, либо как число дней, необходимых в среднем для сбора задолженности. Медленная оборачиваемость дебиторской задолженности – более продолжительный период сбора платежей, не только ограничивает ликвидность организации, но и может свидетельствовать о слишком больших потерях от безнадежных долгов. С другой стороны, быстрая оборачиваемость дебиторской задолженности (короткий период ее сбора) может указывать на излишне жесткую кредитную политику, ограничивающую продажи организации.

Оборачиваемость дебиторской задолженности подсчитывается путем деления выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг) в кредит (чистого объема продаж) на среднюю величину дебиторской задолженности. Если продажи с немедленной оплатой незначительны по сравнению с продажами в кредит, или если в имеющихся данных не проводится различий между ними, то в расчетах можно использовать общую сумму выручки.

Вторым показателем, призванным оценить ликвидность дебиторской задолженности является средний срок ее погашения. Средний срок погашения дебиторской задолженности как показатель более нагляден. Приведения оборачиваемости дебиторской задолженности к дням облегчает сопоставление этого показателя с предлагаемыми организации условиями кредита. Средний период погашения дебиторской задолженности показывает среднее количество дней, которое требуется организации, чтобы получить деньги за проданные в кредит товары. Поскольку данный показатель существенно колеблется в зависимости от сферы деятельности организации, важно проводить сравнение с аналогичными организациями или изучать динамику показателя во времени. В идеальном случае коэффициент погашения дебиторской задолженности рассчитывается на основе месячных или квартальных данных. При этом, поскольку в отчетах организации Ф-2 приложения к балансу (Отчет о финансовых результатах) различие между продажами в кредит и продажами за наличные не приводится, часто для расчетов берут общий объем продаж (выручку от реализации-нетто).

В том случае, когда проведенные расчеты обнаруживают значительные колебания среднего срока погашения дебиторской задолженности, например, по кварталам их следует сравнить с условиями предоставления кредита, чтобы определить взыскивается ли задолженность в соответствии с выбранной организацией кредитной политикой.

В число показателей деловой активности входит и коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности. Оборачиваемость кредиторской задолженности или среднее число дней кредиторской задолженности характеризует, насколько быстро организация оплачивает свои счета. Величина коэффициента может существенно отличаться по отдельным организациям, так как сами условия коммерческого кредита (при приобретении товаров у поставщиков и подрядчиков)⁵ могут быть весьма разнообразны.

Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности определяется путем деления выручки от продаж (выручки-нетто) на среднюю величину кредиторской задолженности.

Наряду с коэффициентами оборачиваемости рассчитывается продолжительность сбора кредиторской задолженности в днях. Это, по сути, средний период инкассации, примененный к кредиторской задолженности.

Существенное снижение коэффициента оборачиваемости кредиторской задолженности может означать, что организация извлекает для себя выгоду из условий работы с поставщиками, либо от задержек расчетов с бюджетом и государственными внебюджетными фондами.

Определенный интерес представляет сравнение коэффициентов оборачиваемости кредиторской и дебиторской задолженности. Если число оборотов дебиторской задолженности превышает число оборотов кредиторской задолженности, а срок погашения дебиторской задолженности меньше чем кредиторской, то анализируемая организация функционирует эффективно.

Одним из наиболее часто применяемых показателей деловой активности организации является коэффициент оборачиваемости запасов. Этот показатель выражается количеством раз оборачиваемости запасов или числом дней запаса. Показатели отражают, как часто оборачиваются или продаются запасы при обеспечении объема продаж. Коэффициенты оборачиваемости запасов помогают определить быстроту их обновляемости и выявить «залежалость» отдельных запасов, показав сколько раз запасы продавались и восстанавливались в течении года. В этом случае речь идет прежде всего о коэффициенте оборачиваемости товарно-материальных запасов, который определяется числом оборотов запасов в течении года (квартала, месяца).

⁵ Обычно доля кредиторской задолженности по поставщикам и подрядчикам в общей сумме кредиторской задолженности организации существенна.

Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов рассчитывается путем деления себестоимости реализованной продукции на среднюю величину запасов. Неслучайно, что для определения коэффициента оборачиваемости запасов используется не объем продаж (выручка от реализации), а себестоимость проданных товаров, так как именно этот показатель отражает, во что обошлись организации запасы в течение анализируемого периода.

Оборачиваемость запасов характеризует эффективность закупок, производства и реализации продукции, создаваемой организацией. Медленная оборачиваемость запасов (продолжительный средний период хранения запасов) с одной стороны накладывает ограничения на ликвидность организации, а с другой стороны может указывать на наличие устаревших (либо залежалых) запасов. В то же время высокий показатель оборачиваемости запасов может указать на потери в продажах из-за недостаточных размеров запасов.

В целях анализа деловой активности организации определяется оборачиваемость чистого оборотного капитала. Напомним, чистый оборотный капитал рассчитывается путем вычета текущих обязательств из текущих активов. Коэффициент оборачиваемости чистого оборотного капитала определяется как отношение выручки от реализации к средней величине чистого оборотного капитала. Этот коэффициент может быть использован при сравнении ретроспективных данных по анализируемой организации с данными по другим организациям отрасли.

Существует взаимосвязь между величиной чистого оборотного капитала, коэффициентом текущей ликвидности, периодом сбора дебиторской задолженности и оборачиваемостью запасов. Если коэффициент текущей ликвидности организации, период сбора дебиторской задолженности и оборачиваемость запасов остаются неизменными, а объем реализации растет, то чистый оборотный капитал должен увеличиваться, поскольку для обеспечения растущего объема реализации требуется большая дебиторская задолженность и большие запасы.

Помимо коэффициента оборачиваемости чистого оборотного капитала также как и в других показателях оборачиваемости рассчитывается срок его оборота.

К показателям деловой активности относится и коэффициент использования активов, его называют коэффициентом оборачиваемости активов. Оборачиваемость активов определяется отношением выручки от продаж к средней величине совокупных активов. Коэффициент использования активов или коэффициент полной оборачиваемости активов показывает эффективность, с которой активы организации генерируют продажи. Этот коэффициент оценивает капиталоемкость активов. При

этом низкая оборачиваемость активов говорит о высокой капиталоемкости в организации и наоборот.

Высокая оборачиваемость активов характерна для организаций с малыми активами – консультационных, аудиторских, рекламных фирм, либо для организаций с более амортизированными активами. Для производственных фирм с недавно установленным новым оборудованием и низкой степенью амортизации рассматриваемый коэффициент будет иметь низкие значения. Характеристика показателей деловой активности представлена в табл. 4.

Таблица 4

Показатели деловой активности организации

| Показатель | Формула расчета | Характеристика | Нормативное значение |
|---|---|---|----------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности ($N_{дз}$) | $N_{дз} = \frac{\text{Выручка от продаж}}{\text{Средняя сумма дебиторской задолженности}}$ | Показывает число оборотов за период предоставления коммерческого кредита организацией своим клиентам | |
| Средний период сбора дебиторской задолженности ($O_{дз}$) | $O_{дз} = \frac{365}{N_{дз}}$ | Отражает, как быстро клиенты организации расплачиваются по счетам за приобретенную продукцию (услуги) | |
| Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности ($N_{кз}$) | $N_{кз} = \frac{\text{Выручка от продаж}}{\text{Средняя сумма кредиторской задолженности}}$ | Показывает скорость оборота задолженности организации | $N_{дз} > N_{кз}$ |
| Продолжительность сбора кредиторской задолженности ($O_{кз}$) | $O_{кз} = \frac{365}{N_{кз}}$ | Отражает период, за который организация покрывает свою срочную задолженность | $O_{дз} < O_{кз}$ |
| Коэффициент оборачиваемости запасов (N_3) | $N_3 = \frac{\text{Себестоимость произведенной продукции (продаж)}}{\text{Средняя величина запасов}}$ | Характеризует эффективность закупок, производства и реализации продукции, создаваемой организацией | |
| Длительность запасов (O_3) | $O_3 = \frac{365}{N_3}$ | Показывает количество дней, которое уходит на то, чтобы произвести и продать товары | |
| Коэффициент оборачиваемости чистого оборотного капитала ($N_{чок}$) | $N_{чок} = \frac{\text{Выручка от продаж}}{\text{Средняя величина чистого оборотного капитала}}$ | Характеризует число оборотов чистого оборотного капитала | |

Окончание табл. 4

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|--|---|---|
| Продолжительность оборота чистого оборотного капитала (O _{чок}) | $O_{\text{чок}} = \frac{365}{N_{\text{чок}}}$ | Отражает период оборота чистого оборотного капитала | |
| Коэффициент оборачиваемости активов (N _а) | $N_a = \frac{\text{Выручка от продаж}}{\text{Средняя величина активов}}$ | Показывает эффективность, с которой активы организации генерируют продажи | |
| Продолжительность оборота активов (O _а) | $O_a = \frac{365}{N_a}$ | Отражает период оборота активов организации | |

10. ОЦЕНКА УРОВНЯ ПРИБЫЛИ И ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ

Оценка финансовой эффективности деятельности организации включает в себя расчет показателей эффективности: рентабельности собственного капитала (ROE), рентабельности активов (ROA) и рентабельности деятельности (ROS). В числителе каждого из перечисленных показателей отражается финансовый результат деятельности организации – чистая (нераспределенная) прибыль, то есть прибыль, остающаяся в распоряжении компании после налогообложения, либо балансовая прибыль (прибыль до налогообложения).

В настоящее время самым популярным финансовым критерием эффективности функционирования организации является рентабельность собственного капитала. Этот показатель определяет эффективность бизнеса организации.

Причина того, что этому показателю придается такое большое значение, заключается в том, что это критерий, отражающий, насколько эффективно компания использует собственный капитал. По сути, это мера прибыли на 1 денежную единицу инвестированного капитала, а значит, процентное выражение дохода, который акционеры получают от своих инвестиций.

ROE – это отношение чистой прибыли к средней величине собственного капитала организации. Значение рентабельности собственного капитала сравнивают с величиной ставки рефинансирования, как с наиболее безрисковым размещением инвестиций.

Что касается надежности ROE как финансового критерия, то следует отметить три его недостатка. Это проблемы своевременности, риска и стоимости.

Проблема своевременности состоит в том, что показатель рентабельности собственного капитала обращен в прошлое, а не в будущее (как требует принятие перспективных бизнес-решений).

Проблема риска сводится к классической дилемме иметь более высокую прибыль, получение которой связано с большим риском в деятельности организации. Либо получать незначительную прибыль, но в условиях «безрисковой» деятельности. Величина показателя ROE не связана с размером риска.

Проблема стоимости. При расчете рентабельности собственного капитала используется его балансовая, а не рыночная стоимость. Но балансовая стоимость собственного капитала – это показатель прошлого.

Высокое значение доходности собственного капитала обычно соответствует растущей компании и привлекает к ней внимание инвесторов.

К показателям эффективности функционирования организации относится рентабельность активов. Это основной критерий эффективности, в соответствии с которым компания распределяет свои ресурсы и управляет ими. Доходность совокупных активов позволяет

измерить операционную эффективность компании. ROA определяется как отношение чистой прибыли к средней величине активов. Коэффициент доходности совокупных активов или совокупного капитала показывает, имеет ли организация базу для обеспечения высокой доходности собственного капитала.

Некоторые финансисты полагают, что значительные активы – это хорошо, то есть чем их больше, тем лучше. Но в действительности все как раз наоборот. Если компания не собирается выходить из бизнеса, то ее ценность – в потоке получаемой прибыли, а активы – всего лишь необходимое средство для достижения этой цели. И действительно, идеальной компанией можно было бы назвать фирму, которая получает прибыль без каких-либо активов. В таком случае ей не потребовалось бы инвестиций, а доход оказался бы неограниченным, и значение рентабельности активов выразилось бы внушительной величиной.

Чистая прибыль на общую сумму активов, возможно, является наилучшим показателем производственной эффективности организации. ROA характеризует прибыль, полученную на все активы, «вверенные» руководству организации.

К показателям эффективности относится рентабельность деятельности организации. Этот показатель часто называют общей рентабельностью продаж. Он рассчитывается как отношение чистой прибыли к выручке от продаж. Чем выше значение показателя ROS, тем эффективнее функционирует организация (табл. 5).

Общая рентабельность продаж и оборачиваемость активов находятся в обратно пропорциональной зависимости. Компании с высокой рентабельностью продаж, как правило, имеют низкую оборачиваемость активов и наоборот. Это не случайно. Компании, которые создают значительную добавленную стоимость своей продукции, могут «требовать» более высокой рентабельности продаж. Но поскольку создание добавленной стоимости, как правило, требует много активов, то у тех же организаций наблюдается тенденция к снижению оборачиваемости активов.

С другой стороны, те же магазины привозят свою продукцию на грузовых автомобилях, продают ее за наличные, а клиент сам забирает свои покупки. Поскольку они создают маленькую добавленную стоимость своей продукции, то имеют низкую рентабельность продаж и, соответственно, высокую оборачиваемость активов. Отсюда очевидно, что высокая рентабельность продаж не обязательно лучше или хуже, чем низкая – все зависит от общего влияния рентабельности продаж и оборачиваемости активов.

Высокая рентабельность продаж и высокая оборачиваемость активов – это идеальный вариант, но можно ожидать, что он вызовет значительную конкуренцию. И наоборот, низкая рентабельность продаж вместе с низкой оборачиваемостью активов заставляет задуматься о возможном банкротстве организации.

Формы годовой финансовой отчетности приводятся в Приложении.

Таблица 5

Показатели эффективности деятельности организации

| Показатели | Формула расчета | Характеристика | Нормативное значение |
|--|---|--|------------------------------|
| Рентабельность собственного капитала (ROE) | $ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя величина собственного капитала}} \cdot 100\%$ | Показывает, насколько эффективно организация использует собственный капитал | Выше ставки рефинансирования |
| Рентабельность активов (ROA) | $ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя величина активов}} \cdot 100\%$ | Измеряет операционную эффективность организации. Основной критерий эффективности, в соответствии с которым организация распределяет свои ресурсы и управляет ими | Стремится к увеличению |
| Рентабельность деятельности (ROS) | $ROS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка от продаж}} \cdot 100\%$ | Отражает эффективность функционирования организации | Стремится к увеличению |

11. РЫЧАГИ ФИНАНСОВОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Наиболее популярным финансовым критерием среди инвесторов и менеджеров высшего звена продолжает оставаться доходность, или рентабельность собственного капитала (return on equity – ROE). Формулу рентабельности собственного капитала можно представить с учетом трех компонентов (трех детерминант ROE):

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}} \quad (11)$$

Если рассмотреть соотношение активов и собственного капитала можно получить показатель финансового рычага. Известным уравнением бухгалтерского учета является равенство активов (А) и пассивов (П), представленных в балансе организации (формула 12).

$$\sum A = \sum П \quad (12)$$

Пассивы могут быть представлены в виде суммы обязательств и собственного капитала:

$$\begin{aligned} \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}} &= \frac{\text{Обязательства} + \text{Собственный капитал}}{\text{Собственный капитал}} = \\ &= \frac{\text{Обязательства}}{\text{Собственный капитал}} + 1 = \textit{Financial leverage} \end{aligned}$$

Соотношение обязательств и собственного капитала и представляет собой финансовый «рычаг». После соответствующих преобразований формулу 11 можно представить в виде:

$$ROE = ROS \times N_A \times \textit{Financial leverage}. \quad (13)$$

Согласно содержанию формулы 13 каждая компания располагает тремя рычагами воздействия на ROE: 1) общей рентабельностью (profit margin – ROS) или коэффициентом прибыльности; 2) коэффициентом оборачиваемости активов (assets turnover – N_A); финансовым «рычагом» (financial leverage – FI)⁶ или величиной капитала, использованного для финансирования активов.

⁶ Financial leverage – финансовый рычаг (FI)

Приведенное равенство, состоящее из трех детерминант (формула 13), известно так же как формула Du Pont, которая используется для диагностики прибыльности компании. Первая дробь отражает общую рентабельность продаж (ROS) и оценивает долю каждой единицы выручки от продаж, которая превращается в чистую прибыль. Общая рентабельность продаж зависит от характера продаваемых товаров (продукции, услуг), от ценовой стратегии выбранной компанией и от действенности организации контроля за операционными расходами.

Показатели, отражаемые первой и второй дробями, входящими в формулу 11, связаны между собой. Общая рентабельность продаж (ROS), оборачиваемость активов (N_A) находятся в обратно пропорциональной зависимости.

Взаимосвязь общей рентабельности продаж (ROS) и оборачиваемости активов (N_A) представляется формулой рентабельности активов (ROA):

$$ROA = ROS \times N_A = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Активы}}$$

Доходность или рентабельность активов (return on assets – ROA) представляет собой критерий эффективности, в соответствии с которым происходит распределение имеющихся в распоряжении компании ресурсов. Показатель ROA призван оценить чистую прибыль в виде процента, полученного на средства предоставленные собственниками организации и её кредиторами.

Особенно важным при рассмотрении соотношения ROA и N_A является контроль над активами со стороны менеджеров организации, занимающихся управлением стоимостью бизнеса. Проблема становится особенно острой, когда несколько ближайших к компании конкурентов используют в производстве товаров аналогичные технологии. Первоочередное значение приобретает контроль над оборотными активами (в первую очередь в части оборачиваемости запасов и дебиторской задолженности). Повышенный интерес к оборотным активам объясняется следующими обстоятельствами: во-первых, при незначительных изменениях в управлении этими активами, могут произойти существенные изменения в финансовой эффективности компании; во-вторых, именно оборотные активы будут выступать источником денежных средств во время экономического спада в хозяйственной системе.

Увеличение активов способствует росту организации. С финансовой точки зрения рост не всегда приводит к увеличению доходов компании и её доли в рынке. Ускоренный рост может истощить финансовые ресурсы компании и привести её к банкротству. С другой стороны, медленно развивающиеся организации так же могут столкнуться с финансовыми

проблемами, связанными в первую очередь с недостатком собственных средств и низкой эффективностью деятельности. Проблема управления ростом компании и её финансового планирования связана с определением темпов роста организации.

Рост компании (организации) можно отразить с помощью темповых показателей. В экономической литературе различают следующие виды роста компании: устойчивый рост, чрезмерный рост, сбалансированный рост.

Устойчивый рост это такой рост компании, при котором увеличение объемов продаж не нарушает её финансовой стабильности. Темпы устойчивого роста совпадают с темпами роста собственного капитала компании (equity capital) и рассчитываются по формуле:

$$g = \frac{\Delta EC}{EC_1} \cdot 100\%, \quad (14)$$

где g – темпы устойчивого роста, ΔEC – изменение величины собственного капитала, EC_1 – величина собственного капитала на начало отчетного периода.

Чрезмерный рост означает слишком быстрое развитие компании. Когда постоянно повышающийся объем продаж происходит в отрыве от финансовых ресурсов организации, что создает финансовые проблемы и делает неэффективной финансовую политику.

Одним из направлений в оценке эффективности деятельности компаний является применение модели сбалансированного роста. Под сбалансированным ростом понимается темп роста, которых организация может обеспечить за счет потоков денежных средств от основной деятельности. Термин «сбалансированный рост» (growth equilibrium) означает, что потоки денежных средств на уровне организации находятся в равновесии. При таком росте не остается излишков денежных средств и не образуется их дефицита в виде отрицательного потока.

Сбалансированный рост оценивается с помощью коэффициента E , формула его расчета имеет вид:

$$E = \frac{R}{G \times T}, \quad (15)$$

где E – коэффициент сбалансированного роста; R , G , T – факторы, влияющие на потоки денежных средств организации; R – отношение чистой прибыли к выручке от продаж; G – темпы прироста выручки; T – отношение оборотных активов к выручке от продаж.

Если $E=1$, то поток денежных средств нейтрален, при $E > 1$ поток денежных средств положителен, если $E < 1$, то поток денежных средств отрицателен.

В том случае, когда значение $E \gg 1,0$ организация сохраняет финансовую стабильность и эффективность деятельности.

12. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ НА ОСНОВЕ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Компании процветают, когда создают реальную стоимость бизнеса для своих акционеров, когда вкладывают капитал доходностью, превышающий расходы на его привлечение. Этот подход применим к организациям, функционирующим как в формирующихся отраслях, так и в зрелых отраслях и угасающих отраслях.

Перспективным направлением в оценке эффективности функционирования организации в настоящее время становится определение добавленной стоимости бизнеса.

Впервые концепция экономической добавленной стоимости *EVA* была предложена консалтинговой фирмой Stern Stewart. Концепция учитывает расходы на исследования, рекламу, бренды и отношения с клиентами как инвестиции. Эти расходы капитализируются и становятся частью финансового капитала компании. Чистая прибыль при этом должна превышать общие затраты на привлечение капитала, включая и инвестиции в нематериальные активы. В рамках концепции *EVA* компании должны эффективно использовать финансовый капитал.

Из различных методов оценки создания стоимости компании ни одному из них в экономической литературе не уделялось столько внимания, сколько концепции *EVA*. Показатель экономической добавленной стоимости рассчитывается за период.

Измерители, позволяющие определить «ценность» компании или процесс «создания ценности», были первоначально основаны на технике дисконтирования денежного потока (*discounted cash flow – DCF*). Компании, желающие максимизировать свою стоимость, должны ориентироваться на максимизацию будущих денежных потоков (на минимизацию процента, начисляемого на этот поток, путем снижения стоимости привлечения капитала практически повлиять крайне сложно).

Другим измерителем «ценности» компании является «экономическая прибыль». Показатель экономической прибыли является производным от «остаточного дохода», который был впервые использован General Motors и широко пропагандировался американскими школами бизнеса в 1960-х и 1970-х годах 20 века. Понятие «экономическая прибыль» получило распространение в 1980-х годах, когда консалтинговая фирма Stern Stewart

разработала собственную версию показателя, назвав его *economic value added* – экономической добавленной ценностью - *EVA*, или экономической добавленной стоимостью.

«Экономическая прибыль» измеряет доход или прибыль, заработанную компанией за данный период, после вычета стоимости капитала, инвестированного в бизнес. «Экономическая прибыль» – это прибыль после уплаты налогов (чистая прибыль) за вычетом расходов на финансирование инвестированного капитала. «Экономическая прибыль» отражает дополнительную прибыль, которая компания зарабатывает сверх требуемой пороговой нормы доходности, ее можно считать «добавленной ценностью» или «добавленной стоимостью» компании за конкретный временной период. «Экономическая прибыль» в первую очередь выступает в качестве внутреннего измерителя результатов деятельности компании.

Экономическая прибыль и остаточный доход это два взаимозаменяемых термина, они широко распространены в управленческом учете. Экономическая прибыль (остаточный доход) представляет собой разницу между выручкой от продаж за период и реальной, текущей стоимостью всех ресурсов, потребляемых организацией за этот же период.

Имеется существенное отличие между измерителем прибыльности внутри бизнеса и экономической прибылью. При определении экономической прибыли в качестве дополнительного расхода учитывается стоимость капитала компании (как процентная плата за активы, используемые в бизнесе). Формулу расчета экономической прибыли можно записать в виде

$$EP = NOPAT - IE,$$

где EP^7 – экономическая прибыль (*economic profit*); *NOPAT* – прибыль после уплаты налогов – чистая операционная прибыль (*net operating profit after tax* – чистая прибыль); *IE* – плата за инвестированный капитал (*interest expense invested capital*).

Покрытие процента, плата за привлечение инвестированного капитала рассчитывается следующим образом

$$IE = IC \times WACC, \quad (16)$$

⁷ Определение бухгалтерской прибыли (*accounting reported*) можно отразить записью: Бухгалтерская прибыль = Выручка от продаж – Себестоимость реализованной продукции – Операционные расходы – Процентные расходы – Налоги.

где IE – покрытие процента, плата за привлечение инвестированного капитала (interest expense); IC – инвестированный капитал (invested capital); $WACC$ – средневзвешенная стоимость привлечения капитала.

Средневзвешенная стоимость (средневзвешенная цена) привлечения капитала – $WACC$ (weighted average cost capital) – отражает среднюю цену собственного и заемного капитала. Цена капитала взвешивается в соответствии с пропорциональной долей этих двух источников финансирования (необходимо оценивать стоимость абсолютно всех источников капитала по их относительному вкладу в общее финансирование компании).

Стоимость собственного капитала – это внутренняя норма доходности (IRR – internal rate of return), которая удовлетворяет требованиям акционеров. Расчет IRR может проводиться на основе модели дисконтирования денежного потока.

Стоимость заемного капитала показывает норму доходности после уплаты налогов, которую держатели долговых обязательств требуют по своим займам. Стоимость долга и будет той процентной ставкой дисконтирования, которая приравнивает будущие потоки процента и будущие платежи по погашению задолженности к сегодняшней рыночной оценке долга. Переменными для расчета IRR являются: текущая рыночная оценка долга; поток процентных платежей, очищенный от налогов, начиная с сегодняшнего дня и до момента, когда долг будет погашен; величина погашения на момент оплаты долга. Стоимость заемного капитала можно рассчитать и более простым методом – как среднюю процентную ставку по займам, за вычетом налогов.

Рассмотрим простой пример определения экономической прибыли (табл. 6).

Величина экономической прибыли представляет собой остаток средств после покрытия всех издержек организации, включая и цену привлечения капитала. В том случае если полученная величина положительна (как в нашем примере $10 > 0$), и дополнительная ценность компании была создана. Отрицательная величина экономической прибыли означает снижение стоимости бизнеса.

Помимо приведенного способа расчета экономической прибыли используется альтернативный вариант подсчета, известный под названием «спрэд». В расчете используется показатель превышения доходности инвестированного капитала – ROI бкб $ROCE$ ($ROCE$ – return invested capital) над стоимостью привлечения капитала $WACC$ с отнесением полученной разницы («спрэд») к величине инвестированного капитала

$$EP = ROCE \times IC,$$

где IP – экономическая прибыль; $ROCE$ – превышение доходности инвестированного капитала над стоимостью привлечения капитала $WACC$; IC – инвестированный капитал (invested capital).

Таблица 6

Пример расчета экономической прибыли

| Показатели | Фактические значения |
|--|----------------------|
| Данные финансовой отчетности: | |
| – Инвестированный капитал IC , млн. усл. ден. ед. | 200 |
| – Чистая операционная прибыль, прибыль после уплаты налогов $NOPAT$, млн. усл. ден. ед. | 40 |
| – Средневзвешенная стоимость привлеченного капитала $WACC$, % | 15 |
| Определение экономической прибыли: | |
| Чистая операционная прибыль, прибыль после уплаты налогов $NOPAT$, млн. усл. ден. ед. | 40 |
| Минус плата за привлечение инвестированного капитала, млн. усл. ден. ед. | (30) |
| Равно экономическая прибыль, млн. усл. ден. ед. | 10 |

Если использовать цифры, приведенные в табл. 6, то $ROCE$ получится равным 20 % (40 млн. усл. ден. ед./200 млн. усл. ден. ед. x 100 %), за вычетом средневзвешенной стоимости привлечения капитала 15 %, получим спрэд в 5 %. Применяв его к инвестированному капиталу в 200 млн. усл. ден. ед. определим величину экономической прибыли – 10 млн. усл. ден. ед. (200 млн. усл. ден. ед. x 5 %/100 %).

Спрэд экономической прибыли можно трактовать как доходность, заработанную сверх стоимости привлечения капитала. Описанный показатель не стимулирует максимизацию ценности компании в абсолютном денежном выражении, роль подобного стимула выполняет экономическая прибыль.

Расчет экономической прибыли предполагает применение целого ряда корректировок. Наиболее распространенными из них являются следующие.

1. Капитализация расходов на исследование и разработку в долгосрочном периоде. Если компания должна провести значительный объем исследований и разработок в течение года, то эти расходы сократят ее чистую прибыль. Распределение же издержек на ряд лет и сравнение их с будущими доходами покажет более реальное определение прибыли и

станет фактором поддержания инвестиций в исследованиях и разработках для получения большей прибыли в будущем.

2. Добавление приобретенного «goodwill» в величину инвестированного капитала. Благодаря чему увеличивается ответственность компании за расходы на финансирование неосязаемых активов, которые были приобретены в прошлом.

3. Капитализация лизинга и его учет как приобретение активов и заимствование средств. Весь лизинг, а не только финансовый представляет собой способ финансирования активов.

Критерий «экономическая прибыль» необходим для измерения эффективности деятельности компании в течение определенного периода времени, с учетом суммарного капитала задействованного для формирования прибыли. Хотя экономическая прибыль и может служить измерителем ценности, добавленной компанией за конкретный период, ее не следует считать абсолютно точным показателем. Более приемлемым в технике оценки ценности компании являются денежные потоки.

Один из основных денежных потоков это «свободный денежный поток» (free cash flow – *FCF*), он является важным измерителем создания ценности. Ключевая задача техники дисконтирования свободного денежного потока состоит в том, чтобы спроецировать его динамику как можно на более длительный период в будущее. При подобном подходе стоимость компании определяется как текущая стоимость ожидаемых свободных потоков денежных средств. Важно понимать взаимосвязь остаточного дохода и будущих дисконтированных денежных потоков при расчете стоимости компании. Фактически оба этих метода эквивалентны в концептуальном отношении и связаны с одной и той же финансовой теорией.

Остаточный доход – это математическая вариация метода дисконтированного денежного потока (discounted cash flow – *DCF*), он позволяет установить факт переоценки или недооценки стоимости компании. Этот метод может также являться основой для расчета экономической прибыли. Остаточный доход определяется путем вычитания платы за капитал из денежного потока. В основе платы за капитал находится величина инвестиций и стоимость привлекаемого капитала. В этом случае формула стоимости компании будет иметь вид

$$PV = DFCF = IC + DRR,$$

где *PV*– стоимость компании; *DFCF* – текущая стоимость будущих свободных потоков денежных средств (discount free cash flow – *DCF*); *IC* –

инвестированный капитал (invested capital); DRR – текущая стоимость будущего остаточного дохода (discount retained revenues).

Исходя из приведенной формулы можно сделать вывод, что стоимость компании можно оценить двумя способами.

1. Стоимость компании равна текущей стоимости всех ожидаемых будущих потоков денежных средств;

2. Стоимость компании равна сумме капитала, инвестированного в компанию и текущей стоимости всего будущего остаточного дохода. В этом случае остаточный доход – это результат ожидаемой инвесторами прибыли, превышающей стоимость капитала компании.

Рассмотрим пример оценки стоимости условной компании «Альфа» по свободным потокам денежных средств и по остаточному доходу, определив при этом величину созданной стоимости, получаемой за счет наработанной прибыли от инвестиций, направляемых ежегодно на развитие компании (плата за инвестированный капитал – 10 % годовых). Расчет произведен в таблице 7.

Согласно приведенным расчетам сумма 3314 тыс. усл. ден. ед. представляет собой прирост стоимости компании или добавленную стоимость бизнеса.

В настоящее время в практике оценки добавленной стоимости применяется усовершенствованный вариант экономической добавленной стоимости EVA , называемый денежной добавленной стоимостью (cash value added – CVA), предложенный компанией BCG⁸. Расчет показателя CVA основан не на прибыли, а на денежных потоках. CVA определяется как сумма денежных потоков от операционной деятельности за вычетом капитальных расходов по совокупной сумме денежных средств, инвестированных в предприятие. Капитальные расходы определяют стоимость всего используемого компанией капитала (за весь ее жизненный цикл), которая равна стоимости капитала компании, умноженной на сумму собственного и заемного используемого капитала

$$CVA = CF - A_{MFA} - C_{exp},$$

где CF – денежные потоки от операционной деятельности; A_{MFA} – амортизация основных средств (fixed assets); C_{exp} – капитальные расходы по валовым инвестициям (capital expenses).

⁸ Boston Consulting Group (BCG).

Таблица 7

Оценка стоимости и добавленной стоимости компании «Альфа»

| Год | Оценка свободных потоков денежных средств | | | | | | Оценка остаточного дохода | | | |
|------|--|--|---------------------|--|--------------------------------------|--|--|---|--------------------------------------|---|
| | Продажи <i>TR</i> | Чистая операционная прибыль (прибыль после уплаты налогов) <i>NOPAT</i> | Инвестиции <i>I</i> | Свободные потоки денежных средств <i>FCF</i> (<i>NOPAT-I</i>) | Коэффициент дисконтирования k_d | Текущая стоимость свободных потоков денежных средств (<i>FCF</i> x k_d) | Стартовый капитал <i>SC</i> , (<i>SC+I</i>) | Остаточный доход <i>IR</i> (<i>NOPAT-IE</i>) | Коэффициент дисконтирования k_d | Текущая стоимость остаточного дохода <i>DRR</i> |
| 2011 | 20 000 | 1250 | 750 | 500 | $1/(1+0,1)^1$ | 455 | 10 000 | 1250-1000=250 | $1/(1+0,1)^1$ | 227 |
| 2012 | 21 500 | 1344 | 806 | 538 | $1/(1+0,1)^2$ | 444,6 | 10 750 | 1344-1075=269 | $1/(1+0,1)^2$ | 222 |
| 2013 | 23 113 | 1445 | 867 | 578 | $1/(1+0,1)^3$ | 434,2 | 11 556 | 1445 – 1155,6=289,4 | $1/(1+0,1)^3$ | 217,4 |
| 2014 | 24 816 | 1553 | 932 | 621 | $1/(1+0,1)^4$ | 424,2 | 12 423 | 1553 – 1242,3=310,7 | $1/(1+0,1)^4$ | 212,2 |
| 2015 | 26 709 | 1669 | 1 002 | 667 | $1/(1+0,1)^5$ | 414,3 | 13 355 | 1669 – 1335,5=333,5 | $1/(1+0,1)^5$ | 207,1 |
| | Суммарная текущая стоимость свободных потоков денежных средств (2011–2016) | | | | | 2172,3 | – | – | – | – |
| 2016 | 28 713 | 1 795 | 0 | 1 795 | $1/(1+0,1)^5$ | 1 1149,1* | 14 357 | 1795 – 1435,7=359,3 | – | 2231,68** |
| | Стоимость свободных потоков денежных средств | | | | | 13 321,4 | Общая текущая стоимость остаточного дохода | | 3 314*** | |
| | | | | | | | Первоначальный инвестированный капитал | | 10 000 | |
| | | | | | | | Оценка остаточного дохода | | 13 314 | |

Примечания:

* 1795/0,1=17950 тыс. усл. ден. ед.

 $17\,950 / (1+0,1)^5 = 11\,149,1$ тыс. усл. ден. ед.

** 359,3/0,1=3593 тыс. усл. ден. ед.

 $3593 / (1+0,1)^5 = 2\,231,68$ тыс. усл. ден. ед.

*** 227 + 222 + 217,4 + 212,2 + 207,1 + 2231,68 =3314 тыс. усл. ден. ед.

Пример расчета денежной добавленной стоимости *CVA* по компании «У» содержится в таблице 8.

Таблица 8

Определение денежной добавленной стоимости компании «У», тыс. усл. ден. ед.

| Показатели | 2012 г. | 2013 г. | 2014 г. | 2015 г. |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Текущие валовые денежные потоки | 4925 | 4875 | 5065 | 3946 |
| Амортизация основных средств | 1722 | 1949 | 2221 | 1840 |
| Постоянные денежные потоки (денежные потоки от операционной деятельности за вычетом амортизационных отчислений) | 3203 | 2926 | 2844 | 2106 |
| Валовые инвестиции (за весь жизненный цикл) | 22 697 | 25 143 | 29 125 | 30 339 |
| Стоимость капитала | 7,33 | 7,70 | 7,15 | 6,72 |
| Расходы на капитал (инвестиции x стоимость капитала) | 1663,7 | 1936,0 | 2082,4 | 2038,8 |
| Денежная добавленная стоимость <i>CVA</i> | 1539,3 | 990,0 | 761,6 | (67,2) |

При условии значительного снижения рентабельности инвестиций компании «У», способность компании создавать стоимость уменьшается до 67,2 тыс. усл. ден. ед., может появиться и отрицательное значение денежной добавленной стоимости.

Недавно появился новый измеритель при расчете, которого в качестве вводных данных используются прогнозы аналитиков, этот измеритель получил название «добавленная ценность предприятия» (*EV+*)⁹. Определение добавленной ценности предприятия методом *EV+* объединяет множество современных концепций оценки. Способ оценки *EV+* – это новая методология, основанная на двух современных подходах в оценке: модели оценки остаточного дохода на основе прогноза будущих денежных потоков или прибыли и концепции ценности предприятия, которая представляет собой рыночную оценку собственного и заемного капитала.

Модель *EV+* по некоторым параметрам рассчитывается по аналогии с экономической прибылью, однако имеется и ряд отличительных черт:

1) *EV+* концентрируется исключительно на будущем компании, а не на прошлом (на прогнозах денежных потоков и прибыли до уплаты налогов);

⁹ *EV* – enterprise value, ценность предприятия.

2) *EV+* на первое место выдвигает понятие «ценности предприятия» в целом, при этом речь идет об оценке всего бизнеса, включая долги компании;

3) *EV+* предполагает рыночную оценку собственного и заемного капитала, поэтому она представляет собой ценность компании в восприятии инвесторов;

4) *EV+* призвана отразить реальную ценность бизнеса в отличие от других способов оценки капитала, которые опираются на балансовые величины, являясь тем самым измерителями «обращенными внутрь».

На основе применения техники остаточного подхода *EV+* позволяет измерять «добавленную стоимость» компании за каждый год прогнозного периода. Если эти величины в долгосрочном плане окажутся отрицательными, то стоимость бизнеса будет считаться переоцененной. Если же указанные величины будут положительными, то стоимость бизнеса будет считаться недооцененной.

Метод *EV+* фактически дает возможность получить целевую оценку компании и определить величину ее собственного капитала. Рассмотрим пример оценки стоимости компании «Бета» на основе метода *EV+* (табл. 9), в примере используются прогнозы динамики свободного денежного потока на три года и конечная стоимость компании, определенная аналитиками (9000 тыс. усл. ден. ед., которая представляет собой оценку свободного денежного потока после 4-го года. Сегодняшняя рыночная оценка собственного капитала компании по данным аналитиков составляет 5000 тыс. усл. ден. ед., а долг компании – 2000 тыс. усл. ден. ед., отсюда *EV* будет равен 7000 тыс. усл. ден. ед. (5000 + 2000).

Стоимость долга компании в соответствии с проведенными расчетами 12 % годовых.

Согласно проведенным расчетам недооценка стоимости компании составила 3026,8 тыс. усл. ден. ед., а добавленная стоимость 1602,8 тыс. усл. ден. ед. Из данных табл. 9 видно, что оценка компании и величина ее добавленной стоимости будут расти по мере улучшения прогнозов динамики свободных денежных потоков.

Данную модель *EV+* логично использовать компаниям, когда они устанавливают при выборе стратегии развития финансовые цели по прибыли и денежному потоку. Описанная модель *EV+* позволяет моделировать различные сценарии развития компании с учетом прогноза состояния внешней и внутренней ее среды (в том числе ее долговых обязательств).

Можно считать *EV+* моделью, которая показывает чувствительность рыночной капитализации компании.

Таблица 9

Оценка компании «Бета» с использованием $EV+$

| Показатели | 2013 г. | 2014 г. | 2015 г. | Итого PV |
|--|---------|---------|---------|------------|
| Свободный денежный поток ($DFCF$), тыс. усл. ден. ед. | 1400 | 1500 | 1650 | – |
| Минус плата за капитал IE при 12 % от EV (7 000 тыс. усл. ден. ед.) | (840) | (840) | (840) | – |
| Поток остаточного дохода IR , тыс. усл. ден. ед. | 560 | 660 | 810 | – |
| Коэффициент дисконтирования ($k_d=1/(1+IE)^t$) при $E = 12\%$ | 0,893 | 0,797 | 0,712 | – |
| Поток $EV+$ ($IR \times k_d$), тыс. усл. ден. ед. | 500,1 | 526,0 | 576,7 | 1 602,8 |
| Прибавить конечную прибыль 2000 (9000-7000), тыс. усл. ден. ед. | – | – | 2000 | – |
| Коэффициент дисконтирования ($k_d=1/(1+IE)^t$) при $E = 12\%$ | – | – | 0,712 | – |
| PV конечной прибыли (конечная прибыль $\times k_d$), тыс. усл. ден. ед. | – | – | – | 1424,0 |
| Суммарная недо/переоценка стоимости компании, тыс. усл. ден. ед. | – | – | – | 3036,8 |
| Прибавить текущую оценку компании, тыс. усл. ден. ед. | – | – | – | 7000,0 |
| Реальная оценка компании, тыс. усл. ден. ед. | – | – | – | 10 026,8 |
| Минус рыночная оценка долга, тыс. усл. ден. ед. | – | – | – | 2000,0 |
| Реальная оценка собственного капитала | – | – | – | 8026,8 |

Рыночным критерием результативности деятельности компании выступает так же рыночная добавленная стоимость (market value added – MVA). Рыночная добавленная стоимость определяется как разность между рыночной стоимостью компании (суммой собственного и заемного

капитала) и величиной инвестированного капитала. Реализация метода *MVA* позволяет инвесторам получить информацию о том, способна ли компания достичь положительного уровня добавленной стоимости в последующие годы, тогда как *EVA* (экономическая добавленная стоимость) отражает только текущую стоимость в данный период.

Рыночная добавленная стоимость *MVA* это термин, используемый компанией Stern Stewart and Go для измерения возрастающей стоимости, которую благодаря выбранной стратегии развития удалось добавить к капиталу, инвестированному в компанию. В рамках расчета *MVA* сначала вычисляется рыночная стоимость собственного капитала компании, затем к этой сумме прибавляется сумма ее обязательств. Из полученной величины вычитается оценочный показатель инвестированного капитала – балансовая стоимость активов компании, скорректированная с учетом некоторых бухгалтерских принципов, преобразующих, как правило, эту балансовую стоимость в недооцененную стоимость инвестированного капитала (например, при учете расходов на научно-исследовательские разработки).

Проиллюстрируем взаимосвязь между *MVA* и *NPV*, рассмотрев пример внедрения однопериодного инвестиционного проекта, связанного с реализацией выбранной стратегии развития компании (стратегия «продукт – рынок» – введение нового товара торговой организацией «X»). Компания инвестирует в данный проект I_0 условных денежных единиц, операционный доход в конце периода равен NOI_1 . Компания уплачивает налог по ставке t , стоимость активов, сопровождающих внедрение проекта, полностью списывается за один период без остаточной стоимости (то есть $Amortization=Investment$; $A=I_0$). Альтернативная стоимость капитала составит EI_{WACC} . Воспользовавшись формулой (14), получим

$$EVA_1 = NOI_1(1-t) - EI_{WACC} \times I_0.$$

Следовательно, *MVA* будет равна:

$$MVA = \frac{NOI_1(1-t) - EI_{WACC} \times I_0}{(1 + EI_{WACC})^t}.$$

Чтобы убедиться в равенстве *MVA* и *NPV*, вспомним, что свободный денежный поток компании *FCF* рассчитывается следующим образом:

$$FCF_1 = NOI_1(1-t) - I_0.$$

Отсюда

$$FCF_1 + I_0 = NOI_1(1-t).$$

Может возникнуть два варианта развития событий: либо рыночная стоимость капитала больше, чем инвестированный капитал и, следовательно, значение *MVA* положительно и имеет место добавленная стоимость, либо рыночная стоимость меньше инвестированного капитала, тогда значение *MVA* отрицательно и речь идет о снижении ценности компании. Во втором случае уровень рентабельности компании не удовлетворяет требованиям инвесторов. Можно провести параллели между *MVA* и показателем чистой приведенной стоимости *NPV* для отдельного инвестиционного проекта. Чистая приведенная стоимость проекта положительна, если ожидаемый внутренний уровень доходности *IRR* больше, чем стоимость капитала *WACC*, то есть $ROCE > 0$. В противном случае чистая приведенная стоимость проекта отрицательна $NPV < 0$. Для любой эффективно функционирующей компании целью будет максимизация *MVA*, точно также как для эффективного инвестиционного проекта максимизация *NPV*. При интерпретации *MVA* предполагается, что рыночная стоимость компании равна дисконтированной текущей стоимости будущих денежных потоков компании. Таким образом, показатель *MVA* равен чистой приведенной стоимости *NPV* компании в целом.

Помимо показателя рыночной добавленной стоимости *MVA* рассчитывается коэффициент рыночной стоимости, который определяется как отношение рыночной капитализации компании (заемного и собственного капитала) к величине инвестированного капитала. Формула расчета имеет вид

$$k_{MVA} = \frac{DC + EC}{IC},$$

где k_{MVA} – коэффициент рыночной стоимости; *DC* – заемный капитал (debt capital); *EC* – собственный капитал (equity capital); *IC* – инвестированный капитал (invested capital).

Когда компания создает больше стоимости, коэффициент «рыночная стоимость/капитал» у нее будет выше.

Если добавленная рыночная стоимость *MVA* является абсолютным показателем, то коэффициент рыночной стоимости – это относительный показатель. В практике оценки большее распространение имеет относительный показатель, так как он позволяет соизмерить результаты деятельности компаний разных размеров. Рыночная добавленная стоимость отражает восприятие рынком способности компании создавать ценность (богатство). *MVA* показывает как рыночная стоимость компании (долга и собственного капитала) соотносится с величиной капитала, вложенного в компанию (в нематериальные, материальные и финансовые активы).

Среди новых подходов к оценке результативности деятельности компании и ее стоимости выделяется подход на основе добавленной стоимости акционерного капитала¹⁰ (Shareholder value added – SVA). Так же как и в двух предыдущих концепциях оценка стоимости компании осуществляется здесь на основе экономического подхода и нацелена в будущее организации, а не в ее прошлое. Будущие потоки денежных средств должны полностью погасить первоначальные источники, а так же затраты на капитал из разных источников, использованных на период реализации выбранной стратегии.

Подход на основе добавленной стоимости акционерного капитала означает применение инструментария связанного с расчетом эффективности инвестиционных проектов. Первоначально определяются планируемые инвестиции, требуемые для реализации выбранной стратегии развития организации. Затем оцениваются все поступления и издержки, связанные с внедрением стратегии. Оцениваются притоки денежных средств, возникающие от использования основного и оборотного капитала. Оцененные потоки денежных средств дисконтируются, пересчитываются на один момент времени, рассчитывается чистая приведенная стоимость как финансовая оценка стоимости компании. Однако в оценке компании учитываются следующие особенности.

1. Различные элементы компании участвуют в разных операциях компании и генерируют отдельные потоки денежных средств.
2. Нет четкого определения срока реализации выбранной стратегии развития для компании в целом.
3. Важным вопросом является обоснование ставки дисконтирования применяемой к потокам денежных средств от компании в целом.
4. Компании могут финансироваться различными способами. На практике встречаются самые разные комбинации собственного и заемного капитала, поэтому возникает вопрос как в процессе оценки учесть подобное разнообразие.

Подход на основе добавленной стоимости акционерного капитала предполагает, прежде всего, выделение функционирующих активов.

Функционирующие активы выделяются для планирования будущих потоков денежных средств. В любой компании помимо существенных групп активов имеются и другие активы, которые не будут приниматься во внимание при составлении прогнозов. Для формирования функционирующих активов статьи баланса располагаются следующим образом, с выделением трех составляющих:

- внеоборотные активы;
- оборотные активы;
- краткосрочные обязательства.

¹⁰ Акционерный капитал в данном контексте – это заемный капитал.

Две последние составляющие в определенной мере компенсируют друг друга, при вычитании из оборотных активов краткосрочных обязательств¹¹ получаем чистый оборотный капитал или нетто-оборотный капитал (*NWC* – net working capital). После таких преобразований функционирующие активы будут иметь вид:

- внеоборотные активы;
- чистый оборотный капитал.

На величину чистого оборотного капитала будут влиять следующие статьи баланса. Во-первых, существует прямая линейная зависимость между дебиторской задолженностью и объемом продаж. Во-вторых, почти аналогичная зависимость наблюдается и в отношении товарно-материальных запасов и объемом продаж (правда, данную зависимость нельзя считать линейной). В-третьих, наблюдается практически линейная зависимость между кредиторской задолженностью и объемом продаж. Опираясь на перечисленные три пункта можно сделать вывод, что между чистым оборотным капиталом *NWC* и выручкой от реализации существует линейная зависимость.

Что касается внеоборотных активов, то подобная зависимость их от выручки будет характерна лишь для более продолжительного периода времени (но не в течение года).

После выделения в качестве значимых функционирующих активов перейдем к оценке стоимости компании. Ее величина зависит от ожидаемых потоков денежных средств, а так же ставки дисконтирования. Вспомним, что поток денежных средств имеет две основные характеристики.

1. Прибыль от основной деятельности после выплаты налогов *NOPAT* формирует приток денежных средств;
2. Потоки денежных средств, возникающие из-за изменений в активах, увеличивая активы приводят к оттоку денежных средств.

После прогноза чистых потоков денежных средств вычисляется приведенная стоимость и совокупная приведенная стоимость (табл. 10).

¹¹ В краткосрочные обязательства не включаются краткосрочные кредиты и займы, которые рассматриваются как часть финансирования бизнеса.

Таблица 10

Расчет приведенной стоимости компании «Z», тыс. усл. ден. ед.

| Показатели | 2012 г. | 2013 г. | 2014 г. | 2015 г. | Итого PV |
|---|---------|---------|---------|---------|-------------------------------------|
| Свободный денежный поток, нетто-поток денежных средств – <i>FCF</i> | 150 | 164 | 181 | 201 | – |
| Коэффициент дисконтирования ($k_d=1/(1+IE)^t$) при $E = 12\%$ | 0,893 | 0,797 | 0,712 | 0,636 | – |
| Приведенная стоимость – <i>PV</i> | 134 | 130,7 | 128,9 | 127,8 | 521,4 |
| Стоимость в конце четвертого года | – | – | – | 10 980 | |
| Приведенная стоимость завершающего потока денежных средств за 4 года | – | – | – | – | $10\,980^* \times 0,636 = 6\,983,3$ |
| Совокупная приведенная стоимость | – | – | – | – | $521,4 + 6\,983,3 = 7\,504,7$ |
| * Рыночная стоимость компании в конце четвертого года будет равна десятикратной прибыли от основной деятельности после выплаты налогов ($NOPAT = 1098$ тыс. усл. ден. ед.) | | | | | |

По нашим расчетам совокупная величина приведенной стоимости компании «Z» составила 7504,7 тыс. усл. ден. ед. Исходя из данных баланса получим, что функционирующие активы и соответствующий им капитал оказались равны 6750 тыс. усл. ден. ед. На основе полученных данных приращение составило 754,7 тыс. усл. ден. ед. ($7504,7 - 6750$).

Проведем сравнение приведенной стоимости компании «Z» с балансовыми показателями компании (рис. 2).

| | | | |
|---|--------|---------------------------------|------|
| Приведенная стоимость компании по результатам основной деятельности | 7504,7 | | |
| Балансовые показатели | 6750,0 | | |
| Приращение | 754,7 | | |
| | | Капитал: | |
| | | собственный капитал | 4206 |
| | | Заемный капитал: | 2544 |
| | | – долгосрочные кредиты и займы | 1000 |
| | | – краткосрочные кредиты и займы | 1544 |
| | | | 6750 |
| | | Функционирующие активы | |
| | | Внеоборотные активы | 2500 |
| | | Чистый оборотный капитал | 4250 |
| | | | 6750 |

Рис. 2. Схема сравнения приведенной стоимости компании «Z» и балансовых показателей

О приращении стоимости компании можно говорить в том случае, если окажется, что новая стоимость компании больше инвестиций отраженных в балансе. Сегодняшний бизнес при измерении его будущими показателями должен подтвердить эффективность вложенных в него инвестиций.

В нашем примере первоначальный акционерный капитал увеличился на 754,7 тыс. усл. ден. ед., рассматриваемое приращение представляет собой «добавленную стоимость акционерного капитала – SVA».

Все рассмотренные методы оценки добавленной стоимости представлены в таблице 11.

Наличие добавленной стоимости организации, наработанной за анализируемый период, отражает эффективность ее деятельности и привлекательность выбранной ею стратегии развития.

Таблица 11

Методы оценки добавленной стоимости бизнеса (капитализации компании)

| Наименование концепции | Принятые обозначения | Используемый подход | Методы оценки | Формулы расчета | Область применения |
|--|--------------------------------------|--|---|--|--|
| Концепция экономической добавленной стоимости | | | | | |
| Экономическая добавленная стоимость | <i>EVA</i> – economic value added | Эффективное использование финансового капитала. Величина дохода (прибыли), должна превышать стоимость капитала компании или доходность инвестированного капитала должна превышать стоимость привлечения капитала | Определение экономической прибыли <i>EP</i> | $EP = NOPAT - IE$, <i>NOPAT</i> – чистая операционная прибыль; <i>IE</i> – плата за инвестированный капитал | Оценка эффективности бизнеса за период |
| | | | Определение остаточного дохода путем вычитания платы за капитал из денежного потока | $DIR = DFCF - IC$, <i>DIR</i> – текущая стоимость будущего остаточного дохода; <i>DFCF</i> – текущая стоимость будущих свободных потоков денежных средств; <i>IC</i> – инвестированный капитал | |

| Наименование концепции | Принятые обозначения | Используемый подход | Методы оценки | Формулы расчета | Область применения |
|--------------------------------|--------------------------|---|--|--|--|
| Денежная добавленная стоимость | CVA – cash value added | Усовершенствованный вариант экономической добавленной стоимости | Определение суммы денежных потоков от операционной деятельности за вычетом капитальных расходов по совокупной сумме денежных средств, инвестированных в компанию CVA | $CVA = CF - Am_{Fa} - C_{exp}$, CF – денежные потоки от операционной деятельности; Am_{Fa} – амортизация основных средств; C_{exp} – капитальные расходы на валовые инвестиции (капитальные расходы определяют стоимость всего использованного капитала за весь жизненный цикл компании) | Оценка эффективности бизнеса в будущем |

Окончание табл. 11

| Наименование концепции | Принятые обозначения | Используемый подход | Методы оценки | Формулы расчета | Область применения |
|---|------------------------|--|--|---|--|
| Добавленная ценность предприятия | $EV+$ – economic value | Разновидность варианта экономической добавленной стоимости. Отражение чувствительности рыночной капитализации компании | Определение суммарной недо/переоценки стоимости компании $EV+$ | $EV+ = IR \times k_d + PV \times k_d$, $IR \times k_d$ – поток $EV+$; IR – поток остаточного дохода; k_d – коэффициент дисконтирования; $PV \times k_d$ – текущая стоимость конечной прибыли компании | Оценка эффективности бизнеса за каждый год прогнозного периода |
| Концепция рыночной добавленной стоимости | | | | | |

| Наименование концепции | Принятые обозначения | Используемый подход | Методы оценки | Формулы расчета | Область применения |
|---|--------------------------------------|---|--|--|---|
| Рыночная добавленная стоимость | <i>MVA</i> – market value added | Измерение возрастающей стоимости. Премия рынка, которую получает компания, помимо денег, вложенных в нее инвестором | Определение всего будущего остаточного дохода (текущей стоимости всего будущего остаточного дохода) <i>MVA</i> | $MVA = (EC + DC) - IC,$ <i>EC</i> – собственный капитал; <i>DC</i> – заемный капитал; <i>IC</i> – инвестированный капитал | Оценка эффективности бизнеса в последующие годы |
| Концепция, основанная на добавленной стоимости акционерного капитала | | | | | |
| Добавленная стоимость акционерного капитала | <i>SVA</i> – shareholder value added | Выделение функционирующих активов организации, то есть активов, на которых строится весь бизнес. | Определение потоков денежных средств, возникающих из-за изменений в активах <i>SVA</i> | $CVA = (\sum_{i=1}^n FCF_i \times k_d + PV \times k_d - BC)$ $\sum_{i=1}^n FCF_i$ – приведенная стоимость свободных денежных потоков; <i>n</i> – количество лет; <i>PV</i> × <i>k_d</i> – приведенная стоимость завершающего потока денежных средств за <i>n</i> лет; <i>BC</i> – балансовая стоимость компании | Оценка эффективности бизнеса в будущем |

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятий: учебник / Под ред. проф. В.Я. Позднякова – М.: ИНФРА, 2013. – 617 с.
2. Битюцких, В.Т. Мифы финансового анализа и управление стоимостью компании. – М.: ЗАО «Олимп–Бизнес», 2007. – 224 с.
3. Ионова А.Ф., Селезнева Н.Н. Финансовый анализ: учеб. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 624 с.
4. Котова, Н.Н. Финансовый анализ: учебное пособие / Н.Н. Котова, С.И. Кухаренко. – Челябинск: Издательский центр ЮУрГУ, 2013. – 64 с.
5. Котова, Н.Н. Экономический анализ: учебное пособие / Н.Н. Котова. – Челябинск: Издательский центр ЮУрГУ, 2014. – 90 с.
6. Комплексный экономический анализ: учебное пособие / С.И. Жминько, В.В. Шоль, А.В. Петух, А.В. Баранов, А.Е. Жминько. – М.: Форум, 2011. – 368 с.
7. Мельник, М.В. Комплексный экономический анализ: учебное пособие / М.В. Мельник, А.И. Кривцов, О.В. Горлова. – М.: ФОРМУ: ИНФРА-М, 2014. – 368 с.
8. Неудачин, В.В. Реализация стратегии компании: финансовый анализ и моделирование / В.В. Неудачин. – М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. – 168 с.
9. Райли, Р. Оценка бизнеса – опыт профессионалов / Р. Райли, Р. Швайс; пер с англ. Бюро переводов Ройд. – М.: ИД «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2010. – 408 с.
10. Савицкая, Г.В. Анализ эффективности и рисков предпринимательской деятельности: методологические аспекты: монография. – М.: ИНФРА–М, 2012. – 272 с.
11. Эшуорт, Г. Менеджмент, основанный на ценности (Value-based management): Как обеспечить ценность для акционеров; пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2006. – 190 с.