

понимания. – М.: Прогресс-Традиция, 2001. – 224 с.

13. Минцберг Г. Школы стратегий / Пер. с англ. под ред. Ю.Н. Каптуревского / Г. Минцберг, Б. Альстрэнд, Дж. Лэмпел. – СПб: Питер, 2000. – 336 с.

14. Нельсон Р.Р., Уинтер С. Дж. Эволюционная теория экономических изменений. – М.: Дело, 2002. – 352 с.

15. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. – М.: Фонд экономической книги "НАЧАЛА", 1997. – 180 с.

16. Пушкарь А.И., Жуков Ю.Е., Пилипенко А.А. Стратегические группы предприятий. Научное издание. – Харьков: ООО "Кросс-Роуд", 2006. – 440 с.

17. Радаев В.В. Институциональная динамика рынков и формирование новых концепций контроля. Препринт. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 62 с.

18. Решетило В.П. Экономическая синерге-

тика институциональных изменений. Монография – Харьков: Прометей-Пресс, 2006. – 288 с.

19. Сахно Т.В., Волкова Н. Н. Промышленные кластеры. Монография – П.: Издательство "Асми", 2005. – 272 с.

20. Тарасов В.Б. От многоагентных систем к интеллектуальным организациям: Философия, психология, информатика. – М.: Эдиториал УРСС, 2002. – 352 с.

21. Чистилин Д.К. Самоорганизация мировой экономики: Евразийский аспект. – М.: ЗАО "Издательство "Экономика", 2006. – 237 с.

22. Хищенко В.Е. Самоорганизация: элементы теории и социальные приложения. – М.: КомКнига, 2005. – 224 с.

23. Шнипко О.С. Конкуренція як специфічна форма конфлікту і співіснування суб'єктів ринку // Економіка і прогнозування. – 2005. – №1. – С. 33-44

Статья поступила в редакцию 02.01.2007

КОЛЕВА РОСИЦА ХРИСТОВА, *главный ассистент, доктор экономики, Хозяйственная академия им. Д. А. Ценова – Свиштов, Р Болгария*

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ

Финансовая устойчивость (независимость, состоятельность) в болгарской хозяйственной практике все еще воспринимается как нечто случайное, а меры финансового оздоровления являются ее следствием. В условиях рыночной экономики финансовые кризисы, несостоятельность и ликвидация – это часто встречающиеся явления, так как не все предприятия способны уцелеть в конкурентной среде. Одной из важных процедур финансового управления является непрерывное наблюдение (мониторинг) за финансовым состоянием предприятия с целью своевременного обнаружения признаков надвигающегося кризиса и идентификации факторов, которые привели к его возникновению. Операции, включенные в эту процедуру, определяются как диагностика устойчивости (состоятельности) хозяйственного субъекта.

В зависимости от целей и методов, с помощью которых осуществляется диагностика устойчивости, разграничиваются две системы: экспрессная и фундаментальная диагностика¹.

¹ Бланк, И. Финансовый менеджмент. – Киев, Ника-Центр Эльга, 1999, с. 486.

Экспрессная диагностика устойчивости связана с созданием системы регулярного отслеживания и оценки финансового состояния на базе традиционных алгоритмов финансового анализа на основе данных Годового финансового отчета. Цель этой системы заключается в обнаружении симптомов кризиса как можно раньше и в оценке степени угрозы объявления о несостоятельности предприятия. Создание этой системы включает в себя:

• определение объектов анализа – имущественной структуры и структуры капитала; объема и состава обязательств по срокам; доходов; прибыли; рыночной стоимости предприятия и т.д.;

• установление абсолютных и относительных индикаторов для оценки потенциальной угрозы ухудшения финансовой устойчивости.

Абсолютными показателями могут быть: объем продаж; размер собственного капитала и пассивов; банковские кредиты; торговые кредиты; общие расходы; постоянные расходы; краткосрочные активы.

Относительные показатели, которые на-

© Колева Росица Христова, 2007

ходят применение в аналитических исследованиях, обособляются в две группы. К первой группе относятся следующие более важные соотношения, связанные с капиталом:

1. Коэффициент собственности (Кс) – выражает удельный вес собственного капитала в инвестированном капитале (активах) предприятия. Его нормальное функционирование обеспечивается, если собственный капитал превышает хотя бы половину активов, находящихся в его распоряжении.

$$Kc = \frac{CK}{K(A)} \quad (1)$$

Нарастание показателя по отношению к предыдущему периоду является индикатором улучшения устойчивости предприятия.

2. Коэффициент финансовой независимости (Кфн) – вычисляется посредством сопоставления величин собственного и постоянного капитала. Последний является суммой собственного капитала и долгосрочных пассивов.

$$Kfn = \frac{CK}{PK} = \frac{CK}{CK + ДП} = 1 + \frac{CK}{ДП} \quad (2)$$

3. Коэффициент финансовой автономности (Кфа) – представляет собой отношение между собственным капиталом и пассивами (долгосрочными и краткосрочными).

$$Kfa = \frac{CK}{П} \quad (3)$$

Показатель иллюстрирует какая часть собственных финансовых ресурсов используется для покрытия обязательств (перед банками, бюджетом, поставщиками, персоналом и т.д.). Его вычисление позволяет определить, насколько успешно бизнес-организация выплачивает долг своим кредиторам на более длительный период. Таким образом получается наиболее общее представление о финансовой устойчивости предприятия. Считается, что собственный капитал не должен быть меньше одной трети всех обязательств предприятия, для того чтобы обеспечивать нормальный расчет на длительный период.²

4. Коэффициент финансовой маневренности (Кфм) – собственный оборотный капитал, воплощенный в краткосрочных активах (СКА), разделяется на собственный капитал предприятия. Он характеризует удельный вес динамичной части активов, посредством кото-

рой может маневрировать собственный капитал. Поддержание высокой стоимости является признаком способности предприятия маневрировать при использовании средств и признаком гибкости при их инвестировании в более выгодные на данный момент виды деятельности, т.е. какая часть этого капитала является ликвидной. Рекомендательная стоимость меньше единицы.

$$Kfm = \frac{СКА}{СК} \quad (4)$$

Вторая группа относительных показателей касается активов. Наиболее важные из них следующие:

1. Коэффициент предпринимательской деятельности (Кпр) – выражает соотношение между балансовой стоимостью долгосрочных материальных активов и суммой общих активов (балансом).

$$Kpr = \frac{ДМА}{A} \quad (5)$$

2. Коэффициент амортизации (Ка) – представляет собой отношение между суммой начисленной амортизации долгосрочных материальных и нематериальных активов и их отчетной стоимостью. Положительным моментом деятельности предприятия является нарастание коэффициента по отношению к предыдущему периоду.

$$Ka = \frac{Am}{ДА} \quad (6)$$

3. Коэффициенты ликвидности – характеризуют способность предприятия оплачивать свои текущие обязательства наличными краткосрочными активами. Наблюдаются коэффициенты общей, быстрой, немедленной и абсолютной ликвидности, которые подробно рассмотрены в ряде исследований и не являются объектом настоящего.

4. Коэффициент обеспеченности собственным оборотным капиталом (Кос) – устанавливается путем сопоставления собственного оборотного капитала (КА-КП) с краткосрочными активами предприятия. При стоимости, более высокой 0,1 пункта, считается, что нормальное функционирование деятельности обеспечено достаточным объемом собственного оборотного капитала.

$$Koc = \frac{КА - КП}{КА} \quad (7)$$

5. Коэффициент покрытия товарных запасов (Кпз) – представляет собой отношение между собственным оборотным капиталом и запасами. Его рекомендательная стоимость со-

² См. Динев, Д. и Т. Кръстев. Анализ на финансово-счетоводните отчети. –София, Консултантска фирма DDC, 1993, с. 18.

ставляет по меньшей мере 0,5 пункта, так как половина запасов обеспечивается собственным оборотным капиталом.

$$K_{из} = \frac{KA - КП}{СЗ} \quad (8)$$

Анализ финансовой устойчивости можно обогатить посредством вычисления показателей роста. Прослеживаются тенденции изменения доходов от продаж, рыночной доли, нетто-прибыли, активов, капитала, числа занятых лиц, числа клиентов. Предприятие является финансово независимым при наличии следующего неравенства:

$$100\% \leq T_{ук} \leq T_{пр} \leq T_{пч}, \quad (9)$$

где:

$T_{ик}$ – это темп наращивания инвестированного капитала;

$T_{пр}$ – темп наращивания доходов от продаж;

$T_{пч}$ – темп наращивания прибыли.

Посредством комплексной оценки изменений абсолютных и относительных показателей оценивается степень финансовой устойчивости хозяйственного субъекта. Система экспрессной диагностики устойчивости позволяет обнаружить симптомы ухудшенного “финансового здоровья” на раннем этапе и принять оперативные меры по его улучшению.

Предупредительный эффект системы самый сильный при диагностировании небольшого ухудшения финансового состояния. В этом случае предприятие имеет возможность с помощью внутренних мер своевременно нейтрализовать сформировавшиеся негативные тенденции и восстановить свою платежеспособность.

При наличии тяжелого финансового кризиса необходимо применить и систему фундаментальной диагностики устойчивости. Она представляет собой систему оценки параметров финансового кризиса с помощью методов факторного анализа и прогнозирования. Основной целью является углубленный анализ этих параметров и влияния факторов, генерирующих угрозу объявления о несостоятельности предприятия. Кроме этого прогнозируется его способность преодолеть банкротство за счет своего внутреннего потенциала. Система фундаментальной диагностики устойчивости позволяет получить полную картину финансового кризиса бизнес-организации и конкретизировать формы и методы лечения. Она включает в себя:

1. Систематизирование основных факторов, обусловивших кризисное состояние на предприятии. Они разделяются на две группы:

не зависящие от деятельности, т.е. внешние (экзогенные) и внутренние (эндогенные). Внешними факторами прогнозируется влияние тех факторов, которые оказывают неблагоприятное воздействие на деятельность хозяйственного субъекта и являются потенциальной угрозой его банкротства. Имеются в виду: увеличение инфляции; несовершенства финансовой, кредитной, налоговой системы, нормативного устройства; спад реальных доходов населения; повышение безработицы; слаборазвитый рынок: объем, конкуренция, качество и цена предлагаемых на рынке аналогичных товаров; неудовлетворенные потребности рынка и ожидания относительно его будущего развития; отрицательный демографический прирост.

Влияние внутренних факторов систематизируется по видам деятельности:

\dot{U} основная деятельность – большое количество запасов, ухудшенная структура расходов, неэффективный маркетинг;

\dot{U} инвестиционная деятельность – значительные инвестиционные расходы, низкая окупаемость инвестиций, нехватка ликвидных активов;

\dot{U} финансовая деятельность – высокая цена финансирования, значительная доля заемного капитала в финансировании, перевес краткосрочных источников финансирования.

2. Выбор методов оценки влияния отдельных факторов на финансовую устойчивость. В практике развитых стран очень часто применяются многовариантные модели диагностики финансового кризиса. В них финансово-учетные показатели комбинируются, скалируются и взвешиваются в зависимости от значимости каждого из них для финансового состояния. Сформировавшийся таким образом результат сопоставляется с уровнем или стоимостью, определенной как критический минимум.

Множественный дискриминантный анализ³ проф. Е. Альтмана разработан для оценки жизнеспособности предприятия и предвидения состояния банкротства. Метод, т.н. “Z”-уравнение, представляет собой сумму произведений пяти ключевых соотношений (от X1 до X5) и постоянного числа (удельного веса):

$$Z=0.012X_1+0.014X_2+0.033X_3+0.006X_4+0.999X_5 \quad (10)$$

Если Z-фактор выше 3.00 пунктов, нет

³ См. Altman, E., R.G. Haldeman and P. Narayanan. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation. Journal of Banking and Finance, vol. 1 (June 1977), p. 29-54.

угрозы жизнеспособности предприятия в долгосрочной перспективе и риск банкротства минимальный. Если Z-фактор ниже 1.8 – это означает, что существует реальный риск банкротства. Пять соотношений, как следует:

X_1 – это мера ликвидности, которая устанавливается посредством отнесения оборотного капитала к общей сумме активов;

X_2 – мера нераспределенных доходов, вычисленная как отношение между нераспределенной прибылью и общей суммой активов;

X_3 – мера доходности, определенная путем сопоставления брутто-прибыли с общей суммой активов;

X_4 – мера джиринга (левереджа), представленная как отношение собственного капитала к общему размеру долга;

X_5 – мера оборачиваемости, установленная посредством деления доходов от продаж на средний размер активов.

Из модели функции видно, что самый большой удельный вес имеет показатель X_5 (это в самом деле показатель эффективности производства). Модель комбинирует влияние множества факторов на жизнеспособность предприятия, посредством которого элиминирует недостатки индивидуальных показателей.

Методики бизнес-анализов “Forbs”, “Business Week”, “Capital” для оценки малого, среднего и крупного бизнеса⁴ являются гибкими и практичными. Например, методика “Business Week” находит применение в практике среднего бизнеса и лежит в основе классификаций предприятий по отраслям. Она легко доступна и понятна, причем упор ставится на два нюанса: в расчеты кроме продаж и прибыли включается и окупаемость бизнеса. В конструкцию методики вставлены показатели структуры капитала, а по своим доходам от продаж предприятия группируются в три группы: со стабильными, нерегулярными и сильно заниженными продажами.

Методика “Capital” для анализа финансовой стабильности считается профессиональной и ориентирована на средний и крупный бизнес. Она представляет собой матрицу, имеющую три основных разреза: финансовой мощи; рентабельности и роста фирмы. В рамках каждого разреза селектированы по три показателя, обладающие различной значимостью, выраженной в удельном весе. Заданы коэффициенты

значимости каждого разреза для выведения обобщающего показателя ранжирования и для оценки показателей отрасли. Предприятия, имеющие наиболее высокую комплексную оценку, воспринимаются как финансово стабильные и менее рискованные.

Оригинальная конструкция по методике “Capital” представлена на фигуре 1.

На каждый год составляется матрица по предприятиям и вычисляется интегральный показатель финансовой стабильности. Они сравниваются и устанавливается тот показатель, у которого наиболее высокий (соответственно наиболее низкий) уровень. В более новых разработках защищается концепция о том, что модели, базированные на статистических качествах прошлых отчетов, не являются надежным способом прогнозирования несостоятельности. Предлагаются модели, в которых используется техника экстраполяции, например, анализ симптомов (red flags)⁵. В качестве индикаторов трудностей, которые могут привести к опасности, указываются: единоличное авторитарное управление; непонимание между представителями высшего руководства; недостаточно быстрая реакция на изменения окружающей среды и в отрасли; изменение отношения к риску; морально устаревшие запасы; нормативные и технологические изменения в отрасли; уменьшение прибыли; ухудшение ликвидности. Обычно симптомы группируются по источникам, ранжируются и оцениваются согласно системе пунктов, причем определяется критическая граница. Если суммированные пункты хозяйственного субъекта превышают эту границу, считается, что существует реальная угроза банкротства.

3. Прогнозирование развития финансового кризиса. Одним из способов прогнозирования адаптивности бизнес-организации к изменениям ее окружающей среды и влияния неблагоприятных факторов является SWOT-анализ. Благоприятные возможности и угрозы обычно связываются с окружающей ее средой - внешними факторами. Сильные и слабые стороны связаны с внутренними факторами предприятия (менеджментом, оперативной, инвестиционной и финансовой деятельностью), и рациональное управление ими является основной предпосылкой преодоления угроз и стабилизации финансового здоровья.

⁴ См. Данаилов, Д. Бизнесанализы на фирмата (международни и национални). София, УИ “Стопанство”, с. 42-76; НЕНОВ, Т. Фирмена диагностика и управление на риска. Варна, 1996, с. 131-136.

⁵ Ширинская Е., Операции коммерческих банков России и зарубежный опыт. – Москва, Финансы и статистика, 1995, с. 71.

Разрезы и показатели	Удельный вес
I. Финансовая мощь	
1. Доля собственного капитала в инвестициях (%)	20
2. Доля краткосрочных активов в общей сумме активов (%)	30
3. Доля брутто-прибыли в долге (%)	50
Средне-взвешенная величина I разреза	35
II. Рентабельность фирменной деятельности	
1. Брутто-рентабельность продаж (%)	30
2. Нетто-рентабельность собственного капитала (%)	30
3. Брутто-рентабельность активов (%)	40
Средне-взвешенная величина II разреза	45
III. Рост фирмы	
1. Рост продаж (%)	45
2. Инвестиционная квота (%)	40
3. Индекс продаж/ Индекс материальных запасов и дебиторской задолженности	15
Средне-взвешенная величина III разреза	20
Комплексный показатель финансовой стабильности	100

Фигура 1. Оригинальная матрица финансовой стабильности

4. Прогнозирование способности хозяйственного субъекта преодолеть кризис с помощью своих внутренних ресурсов и потенциала. Определяется, как быстро и в каком объеме предприятие способно обеспечить положительный денежный поток (конвертировать высоколиквидные активы, продать ненужное оборудование), уменьшить размер финансовой задолженности, реструктурировать свои финансовые задолженности и переоформить их из краткосрочных в долгосрочные, уменьшить уровень текущих расходов.

5. Окончательное определение масштабов кризиса – основывается на аналитических и прогнозных результатах фундаментальной диагностики устойчивости. Посредством комплексной оценки тяжести кризиса определяются возможные направления восстановления финансового равновесия предприятия. При легком финансовом кризисе и кризисе средней тяжести в большинстве случаев достигается финансовое равновесие путем использования внутренних механизмов, а при тяжелом финансовом кризисе приходится искать наиболее эффективные внешние формы санирования биз-

нес-организации.

Литература.

1. Бланк, И. Финансовый менеджмент. Киев, Ника-Центр Эльга, 1999.
2. Динев, Д. и Т. Кръстев. Анализ на финансово-счетоводните отчети. София, Консултантска фирма DDC, 1993.
3. Данаилов, Д. Бизнесанализи на фирмата (международни и национални). София, УИ "Стопанство",
4. Ненов, Т. Фирмена диагностика и управление на риска. Варна, 1996.
5. Ширинская, Е., Операции коммерческих банков России и зарубежный опыт. Москва, Финансы и статистика, 1995.
6. Altman, E., R.G. Haldeman and P. Narayanan. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation. Journal of Banking and Finance, vol. 1, June 1977.

Статья поступила в редакцию 27.12.2006