

УЧЕТ БЛАГОСОСТОЯНИЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ПРИ АНАЛИЗЕ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ФИРМЫ

Глазунов В.Н., к.т.н., независимый эксперт

Введение

Методическое обеспечение финансового анализа — инструмент, призванный помочь предпринимателю в принятии таких решений, которые позволят сделать его фирму максимально доходным предприятием. Основы существующего методического обеспечения разработаны более 50 лет назад и, хотя они формально постоянно совершенствуются, не позволяют предоставить достаточно надежных рекомендаций для принятия тех или иных управленческих решений.

В опубликованной литературе по управлению финансами и финансовому менеджменту предлагается использовать около 50 критериев (показателей, коэффициентов — как называют их авторы) для анализа текущего состояния предприятий и фирм и свыше 10 критериев для оценки привлекательности инвестиций. Причем, для проведения анализа используется, как правило, всего 14 показателей аналитического баланса и отчета о прибыли, т.е. в результате расчетов количество определяемых критериев в 3 — 4 раза превышает количество используемых исходных данных. При таком изобилии результатов естественно трудно понять: “Что такое хорошо и что такое плохо?”. А вот мнение по поводу использования общепринятых коэффициентов для финансового анализа Ив. Бернара и Жан-Клода Колли — авторов Толкового экономического и финансового словаря, изданного во Франции: “В финансовой области... этот метод не исключает некоторых произвольных выводов... Скорее — в определенных ситуациях — он позволяет своевременно настроиться. Иногда он грешит излишней наукообразностью. В действительности этот метод играет незначительную роль в принятии решений.” (том 2, стр.441)

Возникает вполне закономерный вопрос: а зачем нужен такой финансовый анализ, который играет незначительную роль в принятии решений? Может быть существующее методическое обеспечение разработано “премудрыми” аналитиками с единственной целью: доказать с его помощью свою собственную необходимость?

Ответ на поставленные вопросы очевиден: если существующее методическое обеспечение не отвечает основным требованиям предпринимательской деятельности, то оно должно быть переработано таким образом, чтобы быть простым, понятным и доступным даже для неспециалистов по финансовому анализу, а главное — предоставлять такие рекомендации, которые позволили бы принимать наилучшие управленческие решения.

Для выполнения такой задачи, прежде всего, необходимо использовать один — основной критерий для оценки результатов предпринимательской деятельности. Ведущие экономисты мира единодушно признают, что основная задача любой коммерческой фирмы состоит в максимально возможном увеличении благосостояния ее владельцев. Заметим, что широко распространенное мнение о получении возможно большей прибыли — более частная задача, т.к. в этом случае

необходима оценка не только сроков получения и величины прибыли, но и инвестиционной и дивидендной политики фирмы. Если понятие “Благосостояние владельцев” выразить количественно или, как говорят исследователи, формализовать, то появится один критерий, определяющий суть предпринимательской деятельности.

Поясним это положение на следующем простом примере.¹ Допустим Вы купили несколько простых акций, что в соответствии с существующим законодательством позволило Вам стать совладельцем какой-то фирмы или предприятия. Если через год Вы решили продать свои акции, то изменение Вашего благосостояния будет определено суммой двух составляющих: дивидендами, которые могут быть Вам выплачены, и разницей курсовой стоимости продажи и покупки акций. Отношение этой суммы к первоначальному затратам покупки акций, выраженное в процентах, и характеризует изменение Вашего благосостояния, как бывшего совладельца фирмы.

Такой показатель позволяет сравнить любые альтернативные варианты использования денежных ресурсов, в том числе, и с процентной ставкой по вкладу в банке. Очевидно, что сравнение процентных ставок и выбор наиболее привлекательной из них — операция, понятная и доступная любому потенциальному инвестору.

Практическое использование в качестве основного измерителя эффективности предпринимательской деятельности критерия “Благосостояние акционеров” или любых других владельцев предприятия (государства, учредителей, физического или юридического лица) позволяет выйти на новый, качественно более высокий уровень при анализе финансового состояния предприятий, оценки привлекательности инвестиций и подготовки программ развития. Такой подход дает возможность, например для анализа финансового состояния обосновать выбор и использовать не более 9 наиболее информативных и существенных показателей следующих основных групп:

- критерии ликвидности — по существу являющиеся ограничениями и определяемые на основе мирового опыта успешной производственной деятельности предприятий и фирм развитых стран;
- коэффициенты оборачиваемости материальных ресурсов, оптимальные значения которых могут быть вычислены с учетом особенностей используемых технологических процессов, удаленности источников сырья и материалов, возможностью и стоимостью их хранения и необходимых для обеспечения устойчивого производственного цикла материальных запасов;
- показатели рентабельности производимой продукции (оказания услуг), характеризующие совершенство применяемых технологий и оборудования, конкурентоспособность готовой продукции и эффективность управления предприятием (фирмой).

Не менее важным вопросом при проведении финансового анализа является вопрос о выборе продолжительности расчетного периода. В опубликованной зарубежной и отечественной литературе при оценке финансового состояния предприятий чаще всего рассматриваются две крайности. Или анализ проводится по двум точкам: на начало и конец расчетного периода, в подавляющем большинстве случаев, продолжи-

¹Подобный подход для решения гораздо более частной задачи — определения стоимости обыкновенных акций рассмотрен Дж.К.Ван Хорном, автором одного из самых распространенных в мире учебника по финансовому менеджменту: «Основы управления финансами».

тельность один год, или на период от 17 (ЮНИДО) до 50 лет (Pro Invest Consulting).

Известно, что даже в условиях устойчивой рыночной экономики, когда уровень инфляции составляет около 2 — 3 % в год, цены на товары, услуги, сырье, материалы и биржевая стоимость акций предприятий и фирм подвержены воздействию многочисленных случайных факторов. Поэтому оценка финансового состояния только по двум точкам (на начало и конец расчетного периода) с высокой степенью вероятности может привести к рекомендациям, выполнение которых приведет к ухудшению финансового состояния фирмы в последующий период. С другой стороны обоснование прогноза развития на 10 и более лет может обойтись слишком дорого не только для одной фирмы, но и для государства в целом и не позволит получить достаточно надежных рекомендаций. Доказательством такого положения является обычная в мировой практике корректировка, а иногда и пересмотр долгосрочных программ по текущим результатам их выполнения.

По нашему мнению, в существующих российских условиях при политической нестабильности, неустойчивости налогового законодательства, труднопрогнозируемых темпах инфляции и изменении ценовой структуры прогнозы даже на 2 — 3 года носят весьма условный характер. Для развитых стран с устойчивой рыночной экономикой возможна подготовка достаточно надежной программы развития фирмы на срок не более 5 — 7 лет.

В условиях рыночной экономики результаты производственной деятельности любого предприятия определяются его финансовым состоянием. Анализ финансового состояния необходим:

1. Владельцам предприятия (акционерам, учредителям), которые должны иметь информацию о темпах увеличения их благосостояния по сравнению с альтернативными вариантами использования денежных и материальных ресурсов.
2. Руководству предприятия, как правило, нанимаемого или избираемого владельцами, которому требуется информация для оперативного управления о текущем финансовом состоянии и его возможных изменениях в случае принятия того или иного управленческого решения в последующие периоды деятельности.
3. Коммерческим партнерам предприятия, которые должны быть уверены, что предприятию не грозит банкротство. Поставщиков сырья и др. материальных ресурсов интересует способность предприятия выплатить свою задолженность в сроки, оговоренные договорами, а покупателей готовой продукции — возможность ее регулярного получения в необходимых объемах.
4. Кредиторам предприятия (банкам, др. предприятиям или фирмам), заинтересованным в гарантиях своевременного погашения предоставляемых кредитов и процентов за их предоставление.
5. Налоговой и таможенным службам для своевременного сбора налогов и таможенных пошлин и планирования своей деятельности.

Кроме того, в информации о финансовом состоянии предприятия заинтересованы работники предприятия (возможность профессионального роста и повышения оплаты труда), участники торгов на бирже (для котировки акций предприятия, консультаций потенциальных поставщиков сырья и покупателей готовой продукции), службам занятости, если предприятие расширяет свою деятельность и т.д.

В развитых странах система критериев для анализа финансового состояния выбирается фирмой на основе накопленного собственного опыта с учетом особен-

ностей производственной деятельности, что затрудняет их использование в российских условиях. Критерии, рекомендуемые в опубликованной зарубежной и отечественной литературе, имеют большое разнообразие групп, названий, количества и алгоритмов расчета [1–4, 6–8, 10, 12, 14, 15, 18–20].

Значительное большинство авторов, предлагают следующие пять групп показателей финансового состояния:

- ликвидности;
- оборачиваемости;
- рентабельности;
- платежеспособности;
- доходности акционерного капитала.

Численные значения всех групп критериев определяются на основе аналитического баланса и отчета о прибыли.

1. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ

Таблица 1.1.

АНАЛИТИЧЕСКИЙ БАЛАНС на основе бухгалтерского баланса (формы № 1 по ОКУД)

№	Условное наименование показателя	Коды строк формы № 1 и/или расчетная формула	Условное обозначение
АКТИВЫ			
1	Быстроликвидные активы	250+260	<i>Bla</i> *)
2	Дебиторская задолженность	240+216	<i>Dz</i> *)
3	Собственные оборотные средства	210+220+270–216–217	<i>Os</i> *)
4	Текущие активы	290–217–230	<i>Tak</i> *)
5	Долгосрочные активы	190+230	<i>Dak</i>
6	Сумма активов	399–217–230	<i>Sak</i> *)
ПАССИВЫ			
7	Текущие обязательства	690–630–640–650–660	<i>Tob</i> *)
8	Сумма кредитной задолженности	590	<i>Skz</i>
9	Внешние обязательства	<i>Tob+Skz</i>	<i>Vob</i> *)
10	Сумма собственного капитала	699–217–390–Vob	<i>Ssk</i> *)

Исходные данные для анализа финансового состояния предприятия определяются с помощью форм годовой бухгалтерской отчетности: “Бухгалтерский баланс” и “Отчет о финансовых результатах”. В табл. 1.1. и 1.2. указан порядок их приведения к аналитическому балансу и отчету о прибыли. Символом *) отмечены 14 параметров, которые обычно используются для проведения расчетов.

Заметим, что в отчете о прибыли в себестоимость из формы № 2 по ОКУД включены:

- себестоимость реализации товаров, продукции, работ, услуг (020);
- коммерческие расходы (030);
- управленческие расходы (040);
- и отдельной строкой определена чистая прибыль.

Аналитический баланс и отчет о прибыли для предшествующих шагов расчетного периода анализа финансового состояния предприятия составляются на основе подготовленных ранее бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах в соответствии с выбранным шагом расчета: квартал, полугодие или год. При этом до текущего момента времени желательно иметь не менее 6–8 шагов расчета. Для предстоящего периода необходимо подготовить прогнозные аналитический баланс и отчет о прибыли. Обычно при составлении прогнозного аналитического баланса

сумма собственного капитала определяется как разница между прогнозируемыми суммами активов баланса и внешних обязательств.

Таблица 1.2.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ
на основе отчета о финансовых результатах
(формы № 2 по ОКУД)

№	Наименование показателя в форме № 2	Условное наименование	Коды строк формы № 2	Условное обозначение
1	Выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг (за минусом НДС, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	Продажи	010	<i>Pro</i> *)
2	—	Себестоимость	020+030+040	<i>Ss</i> *)
3	Прибыль (убыток) от реализации	Прибыль валовая	050	<i>Pva</i> *)
4	Прибыль (убыток) от финансово-хозяйственной деятельности	Прибыль балансовая	110	<i>Pbl</i>
5	Прибыль (убыток) отчетного периода	Прибыль налогооблагаемая	140	<i>Pno</i>
6	—	Прибыль чистая	140–150	<i>Pch</i> *)
7	Нераспределенная прибыль (убыток) отчетного периода	Прибыль нераспределенная	170	<i>Pne</i>

2. ОЦЕНКА ИЗМЕНЕНИЯ БЛАГОСОСТОЯНИЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ФИРМЫ

Основы методического обеспечения для оценки изменения благосостояния владельцев коммерческой фирмы не зависят от формы ее организации, сферы деятельности и объемов реализации производимой продукции (оказания услуг).

Наиболее распространенная форма организация предприятий в России — акционерное общество открытого или закрытого типа. Акционерное общество позволяет своим членам — акционерам участвовать в управлении компанией, используя право голоса на общем собрании акционеров, и получать дивиденды на акции, размеры которых зависят от прибыли компании.

В Федеральном законе Российской Федерации «Об акционерных обществах», принятом Государственной Думой 24 ноября 1995 г., говорится, что «члены совета директоров...должны действовать в интересах общества, осуществлять свои права и обязанности добросовестно и разумно» (ст.71, п.1). Очевидно, что понятия «добросовестность и разумность» требуют формализации для их количественного определения. Такая формализация возможна, если, как указывалось выше, допустить, что «основной задачей фирмы является максимальное увеличение благосостояния ее владельцев» [2, стр.11].

Доход (благосостояние) акционеров при инвестировании средств в простые акции складывается из дивидендов, выплачиваемых на акции, и увеличения (а в общем случае — изменения) стоимости самих акций.

Задача оценки эффективности использования акционерного капитала (при других формах организации — собственного капитала фирмы) имеет два предельных расчетных случая:

- оценка изменения благосостояния акционеров стабильно работающего предприятия, для которого характерны некоторые изменения по времени курса акций и регулярные выплаты дивидендов на простые акции;
- инвестиции в проект, реализация которого предусматривает строительство и последующую эксплуатацию объекта. Причем, на этапе строительства дивиденды не выплачиваются, а в период эксплуатации возможна выплата дивидендов не ниже предварительно определенного уровня за весь расчетный период, включая и этап строительства, с учетом сроков привлечения акционерного капитала.

Реальные задачи обычно занимают некоторое промежуточное положение. Даже стабильно работающая фирма рано или поздно сталкивается с необходимостью замены части используемого оборудования, срок службы которого всегда ограничен. Обычно за время эксплуатации активных основных производственных фондов появляются их новые аналоги с более высокими технологическими качествами, но, как правило, и более дорогие.

Аналогичная задача возникает и в том случае, когда руководство фирмы принимает решение о расширении производства, используя для этого накопленные собственные денежные ресурсы и (или) привлекая дополнительный акционерный и заемный капитал.

Задача определения целесообразности замены оборудования является одним из частных случаев оценки инвестиционной привлекательности проектов.

Изменение благосостояния акционеров на текущий момент времени по отношению к первоначальным затратам акционерного капитала может быть определено с помощью формулы:

$$R = \frac{S_d + D_s}{A_{kn}} * 100, \quad (2.1)$$

где R — относительная величина благосостояния акционеров на текущий момент времени, выраженная в процентах;

S_d — сумма выплаченных дивидендов, условных денежных единиц (УДЕ);

D_s — увеличение (изменение) рыночной стоимости акционерного капитала за рассматриваемый период времени (шаг расчета), УДЕ;

A_{kn} — сумма привлеченного акционерного капитала, УДЕ.

Первое слагаемое приведенного соотношения — $S_d / A_{kn} * 100$ определяет величину дохода в процентах на единицу привлеченного акционерного капитала, что соответствует размеру выплаченных дивидендов, т.к. очевидно равенство:

$$H = \frac{S_d}{A_{kn}} * 100 = \frac{S_d / N_{ak}}{A_{kn} / N_{ak}} * 100, \quad (2.2)$$

где H — величина дохода акционеров за счет выплаты дивидендов, в процентах;

N_{ak} — количество проданных акций, штук.

Обычно для выплаты дивидендов используется часть нераспределенной прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. Тогда соотношение (2.2) может быть представлено в следующем виде:

$$H = \frac{K_a P_{ne}}{A_{kn}} * 100, \quad (2.3)$$

где k_a — доля нераспределенной прибыли, предназначенная для выплаты дивидендов, в долях единицы;

$P_{не}$ — сумма нераспределенной прибыли, УДЕ.

Величина коэффициента k_a может изменяться в пределах от 0 (дивиденды не выплачиваются) до 1 (вся нераспределенная прибыль используется для выплаты дивидендов).

Второе слагаемое уравнения (2.1) $D_s / A_{kn} * 100$ характеризует потенциальный доход акционеров за счет продажи акций по биржевому курсу. В работе [7, стр. 48] отмечается, что "продажная стоимость акций (для ряда крупных акционерных обществ — биржевой курс) может значительно отличаться от их внутренней стоимости", а внутренняя стоимость акций вычисляется на основе аналитического баланса следующим образом:

$$\frac{\text{Внутренняя стоимость акций}}{\text{Сумма привлеченного акционерного капитала}} = \frac{\text{Сумма собственного капитала}}{\text{Сумма привлеченного акционерного капитала}}$$

Напомним, что сумма собственного капитала определяется в соответствии с табл. 1.1. предыдущего раздела настоящей главы.

Продажная стоимость акций зависит прежде всего от видов на перспективу соответствующей фирмы... В большинстве биржевых ведомостей можно найти показатель, рассчитываемый по формуле:

$$\frac{\text{Относительная продажная стоимость акций}}{\text{Биржевой курс}} = \frac{\text{Внутренняя стоимость}}{\text{Биржевой курс}}$$

Если, например, величина этого показателя оказывается равной 2, то это означает, что зафиксированный на бирже курс (рыночная стоимость) соответствующей акции вдвое превышает ее внутреннюю стоимость [7, стр. 49].

Учитывая сказанное, потенциальный доход акционеров может быть вычислен с помощью следующего соотношения:

$$F = \frac{K_b (S_{sk} [n] - S_{sk} [k])}{A_{kn}} * 100, \quad (2.4)$$

где F — возможный доход акционеров за счет продажи акций по рыночной стоимости, в процентах;

K_b — отношение рыночной стоимости акций к их внутренней стоимости;

$S_{sk} [n]$ и $S_{sk} [k]$ — сумма собственного капитала, соответственно в начале и в конце шага расчета, УДЕ.

В общем случае для i -го шага расчетного периода величина благосостояния акционеров определяется по формуле:

$$R [i] = H [i] + F [i], \quad (2.5)$$

где

$$H [i] = \frac{K_a [i] P_{не} [i]}{A_{kn} [i-1]} * 100,$$

$$F [i] = \frac{K_b (S_{sk} [i] - S_{sk} [i-1])}{A_{kn} [i-1]} * 100.$$

Приведенная формула получена при допущении, что на текущем шаге расчета вычисляется доход на акционерный капитал, привлеченный до начала шага.

Определяемая таким образом величина благосостояния акционеров (R) является интегральным показателем, характеризующим эффективность использова-

ния акционерного капитала или в общем случае — капитала владельцев фирмы.

3. КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ЛИКВИДНОСТИ

Критерии оценки ликвидности характеризуют возможность фирмы выполнять свои текущие обязательства. Подавляющее большинство авторов опубликованных работ придерживается практически близких взглядов только на эту группу критериев, в которую обычно входят три показателя.

1. Коэффициент общей ликвидности (KOL), в английском варианте — current ratio:

$$KOL = \frac{\text{текущие активы } (T_{ak})}{\text{текущие обязательства } (T_{ia})} \quad (3.1)$$

KOL является основным критерием этой группы и позволяет определить: во сколько раз текущие активы превышают текущие обязательства. Рекомендуемое значение величины KOL равно 2.

Однако коэффициент общей ликвидности не позволяет проанализировать качественный состав текущих активов. В соответствии с аналитическим балансом сумма текущих активов определяется соотношением:

$$O_{ak} = B_{ia} + D_z + O_s,$$

где B_{ia} — наиболее быстроликвидная часть текущих активов, которую составляют денежные средства фирмы и легко реализуемые ценные бумаги;

D_z — дебиторская задолженность;

O_s — собственные оборотные средства — запасы сырья, материалов, комплектующих, незавершенное производство и складские запасы готовой продукции.

Последняя составляющая текущих активов имеет наиболее продолжительный срок реализации, определяемый сферой производственной деятельности фирмы и используемыми технологиями.

Увеличение коэффициента общей ликвидности может свидетельствовать о замораживании части денежных ресурсов в виде либо неоправданно продолжительной дебиторской задолженности, либо чрезмерных запасов собственных оборотных средств. Поэтому для анализа структуры текущих активов используются два следующих показателя.

2. Коэффициент срочной ликвидности (KSL) — quick ratio:

$$KSL = \frac{\text{текущие активы } (T_{ak}) - \text{материальные запасы } (O_s)}{\text{текущие обязательства } (T_{ia})} \quad (3.2)$$

Оптимальным считается значение величины $KSL = 1$. Сравнение рекомендуемых значений коэффициентов общей и срочной ликвидности показывает, что величина собственных оборотных средств фирмы должна составлять примерно 50 % от суммы текущих активов.

3. Коэффициент оперативной ликвидности (KOR):

$$KOR = \frac{\text{быстроликвидные активы } (B_{ia})}{\text{текущие обязательства } (T_{ia})} \quad (3.3)$$

Рекомендуемое значение этого показателя $KOR = 0,2$, т.е. быстроликвидные активы должны составлять 10 % от суммы текущих активов.

Существенное отклонение значений коэффициентов ликвидности от рекомендуемых (или среднеотраслевых) в меньшую сторону свидетельствует об ухудшении финансового состояния и требует от руководства фирмы принятия срочных мер для нормализации финансового состояния.

Заметим, что значения критериев ликвидности в процессе производственной деятельности могут колебаться в некоторых пределах в соответствии с производимыми затратами по закупке партий материальных ресурсов и получением оплаты за готовую продукцию.

Рассмотренные коэффициенты ликвидности, по существу, являются ограничениями, выполнение которых необходимо для обеспечения устойчивой и эффективной работы фирмы, а рекомендуемые их значения получены на основе опыта успешной производственной деятельности предприятий и фирм стран Западной Европы и США при двух следующих условиях:

- малых темпах инфляции (до 3 — 4 % в год);
- развитом рынке ценных бумаг.

Последнее условие особенно важно, если в дальнейшем предполагается расширение производства. Инвестирование части денежных ресурсов в быстроликвидные ценные бумаги (акции, облигации) других фирм позволяет получить гораздо больший доход, чем доход от их хранения на расчетном счете в банке.

Существенное влияние на рекомендуемые величины коэффициентов ликвидности оказывают темпы инфляции. В опубликованной литературе приведено множество классификаций темпов инфляции. Рассмотрим один из них [2, том 2, стр.71].

1. **Малая или "ползучая" инфляция** соответствует реальному повышению цен не выше 3 — 4 % в год. "Такая форма инфляции не сопровождается экономическими потрясениями, но свидетельствует о медленном и постепенном обесценивании денег". Она характерна для экономики развитых стран и обычно не учитывается при проведении анализа финансового состояния фирм.

2. **Открытая инфляция.** "Эта форма характеризуется повышением цен на 5 — 10 % в год (достигая в отдельных случаях 20 %). Она представляет собой явную инфляцию со всеми присущими ей симптомами и последствиями, сказывающимися на экономических структурах".

3. "Галопирующая" или **гиперинфляция**, которая сопровождается высоким показателем роста цен (более 20 % в год), соответствующая экономическим условиям в России, начиная с 1992 года.

При высоких темпах инфляции сохранение необходимых запасов денежных средств на расчетном счете в банке фирме становится экономически не выгодным, т.к. процентная ставка за их хранение может быть меньше реального уровня инфляции. Стоимость ценных бумаг падает, а сами ценные бумаги, например ГКО из ликвидных превращаются в неликвидные. Очевидно, что в такой ситуации фирма вынуждена сокращать величину своих быстроликвидных активов до минимально возможного уровня — в пределах до нуля.

В этих условиях дебиторская задолженность приводит к ухудшению финансового состояния фирмы, т.к. является одной из возможных форм кредитования покупателей готовой продукции. Если готовая продукция (или услуги) фирмы пользуются относительно устойчивым спросом, то целесообразно реализовать ее по предоплате.

С другой стороны, изменяется состав текущих обязательств, основными составляющими которых являются задолженность поставщикам материальных ресурсов и погашение кредитной задолженности. Сумма кредитной задолженности, в соответствии с рекомендациями ведущих западных экономистов [1–4, 7, 16, 18] при малых темпах инфляции должна составлять около 1/3 и не превышать 40 % от суммы активов баланса. Доля текущих затрат для обслуживания внешних обязательств может составлять от 10 до 60 % от всей суммы текущих обязательств [1, 3, 7, 16]. При высоких темпах инфляции стоимость кредитов (процентная ставка за их предоставление) возрастает настолько, что подавляющее большинство предприятий лишаются возможности их использования. Это приводит к тому, что основной составляющей текущих обязательств становится задолженность поставщикам фирмы.

Таким образом, при высоких темпах инфляции записанные выше выражения для определения коэффициентов ликвидности в пределе могут вырождаться в одно — KOL_{inf} , имеющее следующий вид:

$$KOL_{inf} = \frac{\text{материальные запасы}(O_s)}{\text{задолженность поставщикам}(Z_p)}$$

Заметим, что при темпах инфляции от 5 до нескольких десятков процентов в год существенно возрастает значение анализа финансового состояния фирмы, а методическое обеспечение его значительно усложняется. Обоснование выбора оптимальных значений коэффициентов ликвидности в этих условиях может быть получено на основе анализа с помощью критерия предельно возможного повышения благосостояния владельцев фирмы. При более высоких темпах инфляции с точки зрения сохранения финансового благополучия владельцев фирмы возрастает роль натурального товарообмена, например оплата готовой продукцией стоимости материальных ресурсов, т.к. изменение стоимости материальных ценностей сохраняется примерно на уровне темпа инфляции, а ценность денежных ресурсов падает в соответствии с темпом инфляции.

4. КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ОБОРАЧИВАЕМОСТИ

При оценке финансового состояния предприятий используется ряд показателей, которые условно могут быть объединены в "группу коэффициентов оборачиваемости". Обычно в состав этой группы включают следующие четыре критерия.

1. Количество оборотов (**OMP**), совершаемых материальными запасами за год или за шаг расчетного периода:

$$OMP = \frac{\text{продажи}(P_{ro})}{\text{материальные запасы}(O_s)}$$

Иногда предпочитают использовать значение этого показателя выраженное не в количестве оборотов (раз за шаг расчета), а в количестве дней, необходимых для одного оборота, тогда соотношение для расчета OMP_d — day's sales in inventory принимает следующий вид:

$$OMP_d = \frac{\text{материальные запасы}(O_s)}{\text{продажи за один день}(P_{ro} / R_d)}$$

где R_d — количество дней в одном шаге расчета;

$$\text{или } OMP_d = \frac{R_d}{OMP}$$

Оптимальное значение коэффициента оборачиваемости (OMP) в зависимости от сферы производственной деятельности фирмы может изменяться в пределах от 4 до 8. Высокие значения этого показателя считаются признаком финансового благополучия, т.к. хорошая оборачиваемость обеспечивает увеличение объемов продаж и способствует получению более высоких доходов. Вместе с тем, если этот коэффициент значительно превышает среднеотраслевые нормы, то ситуация должна быть подвергнута тщательному анализу. Это может означать, что материальные запасы недостаточны для устойчивого производства [18].

2. Оборачиваемость текущих активов (OTA), определяемая как отношение продаж к сумме текущих активов. Этот коэффициент обычно выражается в процентах:

$$OTA = \frac{\text{продажи } (P_{ro})}{\text{текущие активы } (T_{ak})} \quad (4.1)$$

Коэффициент является общим измерителем эффективности использования текущих активов, т.к. показывает сколько денежных единиц продукции реализовано на одну денежную единицу текущих активов.

3. Оборачиваемость чистого оборотного капитала ($оск$) — коэффициент представляет собой отношение продаж к чистому оборотному капиталу. Определяется в процентах:

$$оск = \frac{\text{продажи } (P_{ro})}{\text{текущие активы } (T_{ak}) - \text{текущие обязательства } (T_{ob})}$$

Очевидно, что назначение этого критерия аналогично предыдущему, но по отношению к чистому оборотному капиталу.

4. Средний период дебиторской задолженности ($сdz$) характеризует отношение суммы дебиторской задолженности к однодневной сумме продаж. Данный показатель измеряется в днях:

$$сdz = \frac{\text{дебиторская задолженность } (D_z)}{\text{продажи за один день } (P_{ro} / R_d)}$$

Этот коэффициент показывает: сколько времени в среднем занимает получение дебиторской задолженности от покупателя готовой продукции, т.е. за сколько дней счета к получению превращаются в денежные средства (средний срок коммерческих кредитов, представляемых предприятием своим деловым партнерам). Низкие величины этого показателя характеризуют быструю оборачиваемость и эффективное управление коммерческими кредитами. Очевидно, что в случае предоплаты готовой продукции средний период дебиторской задолженности становится равным нулю. В развитых странах покупателям готовой продукции фирмы обычно предоставляют 30, 60 или 90 дней, в течение которых они должны осуществить платеж [14], а при сокращении времени оплаты предусматривается уменьшение суммы платежа на несколько процентов.

При анализе финансового состояния фирмы может быть использован только один из первых трех критериев оборачиваемости, т.к. определение остальных не

позволяет повысить информативность полученных результатов по следующей причине.

Используя коэффициенты общей и срочной ликвидности, нетрудно получить соотношения:

$$O_s = T_{ak} \frac{KOL - KSL}{KOL}; T_{ak} - T_{ob} = T_{ak} \frac{KOL - 1}{KOL}$$

Тогда выражения для расчета коэффициентов оборачиваемости можно записать в следующем виде:

$$OMP = \frac{P_{ro}}{T_{ak}} a; ОСК = \frac{P_{ro}}{T_{ak}} b; OTA = \frac{P_{ro}}{T_{ak}};$$

$$OTA = \frac{P_{ro}}{T_{ak}}; OTA = \frac{P_{ro}}{T_{ak}},$$

где

$$a = \frac{KOL - KSL}{KOL}; b = \frac{KOL - 1}{KOL}$$

Откуда следует, что рассмотренные коэффициенты прямо пропорциональны друг другу, а в частном случае, если величины коэффициентов ликвидности равны их рекомендуемым значениям ($KOL = 2$ и $KSL = 1$), то $a = b$ и, следовательно $OMP = ОСК = OTA / 2$.

При постоянном или мало изменяющемся объеме продаж стоимость продаж не влияет на оборачиваемость материальных запасов, текущих активов и чистого оборотного капитала. Докажем это утверждение с помощью следующего примера для первого из перечисленных показателей.

Допустим фирма выпускает изделия одного типа, используя один вид материальных ресурсов. Тогда для стоимости продаж готовой продукции на текущем шаге расчета можно записать:

$$P_{ro} = VS$$

где

V — количество реализованных изделий, шт.;

s — стоимость одного изделия, УДЕ.

Материальные запасы определяются суммой двух составляющих.

1. Стоимостью незавершенного производства и складских запасов готовой продукции ($с_{gz}$):

$$с_{gz} = VS \frac{(T_{gn} + T_{ds})(1 + K_{gs})}{R_d}, \quad (4.3)$$

где T_{gn} — запас готовой продукции в незавершенном производстве, рабочих дней;

T_{ds} — запас готовой продукции на складе фирмы, рабочих дней;

K_{gs} — страховой запас готовой продукции, в долях единицы;

R_d — количество рабочих дней в одном шаге расчетного периода;

2. Стоимостью закупаемых материальных ресурсов ($с_{rz}$):

$$с_{rz} = M_r C_r V \frac{(T_{rt} + T_{rs})(1 + K_{rs})}{R_d}$$

где M_r — удельный расход материальных ресурсов в натуральном выражении;

C_r — стоимость натуральной единицы материальных ресурсов, УДЕ;

T_{rt} — транспортный запас материальных ресурсов, рабочих дней;

T_{rs} — складской запас материальных ресурсов, рабочих дней;

K_{rs} — страховой запас материальных ресурсов, в долях единицы.

Очевидно, что группа составляющих последнего соотношения: $M_r C_r$ может быть выражена как доля стоимости готового изделия:

$$M_r C_r = d_r S,$$

где d_r — коэффициент пропорциональности, значение которого находится в интервале: $0 < d_r < 1$.

В этом случае после несложных преобразований можно получить:

$$ОМР = \frac{R_d}{c + d},$$

где $c = (T_{gn} + T_{gs})(1 + K_{gs})$; $d = (T_{rt} + T_{rs})(1 + K_{rs})d_r$.

Полученное выражение несколько усложняется, если выпускается несколько типов готовых изделий и используется множество видов сырья, материалов, комплектующих и энергоносителей, но суть его остается неизменной.

Таким образом при анализе финансового состояния фирмы из критериев оборачиваемости материальных запасов, текущих активов и чистого оборотного капитала может определяться один, например оборачиваемость материальных запасов, а его величину для каждой фирмы следует оптимизировать по критерию максимально возможного повышения благосостояния акционеров при условии обеспечения непрерывного и устойчивого производственного процесса, используя следующие параметры:

- объем партий закупаемых материальных ресурсов;
- возможность и стоимость их хранения;
- стоимость и продолжительность транспортировки;
- регулярность поставок и надежность поставщиков;
- продолжительность производственного цикла;
- условия поставки готовой продукции.

Для оценки динамики изменения коэффициента оборачиваемости материальных ресурсов на каждом шаге расчета необходимо сравнить его текущее значение с оптимальным.

5. КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ

Особое значение при анализе финансового состояния фирмы имеют показатели рентабельности и платежеспособности, предназначенные для наиболее полной и объективной оценки результатов производственной деятельности по таким важным вопросам как:

- степень компетентности руководства по текущему и долгосрочному управлению фирмой;
- целесообразность продолжения осуществляемых направлений производственной деятельности;
- совершенство используемых технологий и оборудования;
- темпы развития производства и подготовки планов замены оборудования;
- привлекательность фирмы для потенциальных инвесторов.

Однако существующее методическое обеспечение по указанным направлениям недостаточно обосновано, например целый ряд широко используемых показателей для оценки рентабельности, как это будет показано, следует применять с определенной осторож-

ностью, т.к. они в принципе не могут отражать реальное финансовое состояние фирмы.

Наиболее часто разными авторами для анализа рентабельности и платежеспособности фирм предлагается использовать показатели, приведенные в табл. 5.1., 5.2. и 5.3., которые могут выражаться или в процентах, или в долях единицы. Величины перечисленных в этих таблицах критериев по указанным расчетным формулам будут получены в долях единицы. Для перевода в проценты полученные значения показателей необходимо умножить на 100.

Заметим, что обычно каждый из критериев, используемых для оценки финансового состояния фирм, может иметь множество различных названий. Например, первый показатель, приведенный в табл. 5.1. в работе [16] на стр.127 имеет название "Фондоотдача", а на стр.375 — "Коэффициент оборачиваемости активов", имея при этом одно и тоже наименование на английском — asset turnover. У других авторов этот критерий имеет следующие названия:

- оборачиваемость активов [3, стр.205]; [6, стр.263];
- коэффициент оборачиваемости активов [4, стр.157];
- капиталотдача [1, стр.265];
- коэффициент общей оборачиваемости капитала [15, стр.35];
- число оборотов капитала [7, стр.34];
- коэффициент отношения продаж к общим активам [18, стр.33];
- оборачиваемость основного капитала [10, стр.410] и т.д.

Таблица 5.1
КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ
(на основе аналитического баланса и отчета о прибыли)

№	Наименование показателей	Расчетная формула
1	Фондоотдача или оборачиваемость активов	$FON = Pro/Sak$
2	Рентабельность капитала по валовой прибыли	$RKV = Pva/Sak$
3	Рентабельность капитала по чистой прибыли	$RKC = Pch/Sak$
4	Рентабельность собственного капитала по стоимости продаж	$RSP = Pro/Ssk$
5	Рентабельность собственного капитала по чистой прибыли	$RSK = Pch/Ssk$

Мы не будем без особой необходимости останавливаться на многообразии используемых названий для рассматриваемых показателей, а укажем только основные из них.

Для определения первых трех критериев этой таблицы в знаменателе записанных соотношений используется сумма активов баланса (S_{ak}), которая является суммой двух составляющих — текущих (T_{ak}) и долгосрочных (D_{ak}) активов:

$$S_{ak} = T_{ak} + D_{ak}.$$

Представленные в аналитическом балансе долгосрочные активы вычисляются по текущей стоимости основных производственных фондов и нематериальных активов, т.е. из их начальной стоимости предварительно вычитается сумма амортизационных отчислений. Допустим, что за несколько шагов расчетного периода выпуск готовой продукции не изменяется и суммы продаж (P_{ro}), валовой (P_{va}) и чистой (P_{ch}) прибыли остаются постоянными. Тогда в связи с уменьшением балансовой стоимости долгосрочных активов по мере

их амортизации величины показателей фондоотдачи и рентабельности капитала по валовой и чистой прибыли будут возрастать, свидетельствуя о повышении фондоотдачи и рентабельности капитала. Причем, их максимальное значение будут получено для того шага расчета, на котором стоимость долгосрочных активов станет минимальной и равной их ликвидной стоимости. Из этого следует, что фирма, обеспечив максимально возможное значение этих критериев на следующем шаге не сможет производить продукцию без замены или модернизации своих основных производственных фондов, что противоречит и здравому смыслу, и основной задаче фирмы — повышению благосостояния ее владельцев. Даже, если накопленных амортизационных отчислений достаточно для возобновления производства, потребуется время для демонтажа изношенного и установки нового оборудования, ремонта и восстановления пассивных основных производственных фондов.

В реальных условиях при многопрофильном производстве и изменении объемов выпуска готовой продукции указанный процесс размыт по времени и его проявление может вызвать временное прекращение производства на некоторых участках технологической цепочки.

Аналогичное положение может возникнуть и при использовании критериев рентабельности собственного капитала по стоимости продаж и чистой прибыли, т.к. в соответствии с основным уравнением бухгалтерского баланса сумма собственного (или акционерного) капитала (s_{sk}) равна разнице между суммой активов (s_{ak}) и внешних обязательств (v_{ob}):

$$s_{sk} = s_{ak} - v_{ob}; \tag{5.1}$$

Наиболее наглядно это положение проявляется в том частном случае, когда фирма не имеет долгосрочных обязательств ($s_{kz} = 0$), т.е. сумма собственного капитала определяется соотношением:

$$s_{sk} = s_{ak} - T_{ob}.$$

При постоянном объеме производства текущие обязательства (T_{ob}) будут постоянной величиной, а величина собственного капитала изменяется в соответствии с изменением суммы активов баланса. При наличии у фирмы долгосрочных обязательств величина суммы собственного капитала будет определяться изменением разницы между изменением амортизационных отчислений и суммой погашаемой доли кредитной задолженности по шагам расчетного периода. Если эта разница положительна, то изменение суммы собственного капитала несколько отстает от уменьшения суммы активов. Если же сумма погашения долгосрочной кредитной задолженности превышает амортизационные отчисления, то сумма собственного капитала будет возрастать.

Таким образом и два последних критерия — рентабельности собственного капитала по сумме продаж и чистой прибыли не могут в принципе отражать действительное финансовое состояние фирмы. По сравнению с тремя предыдущими критериями в реальных условиях, когда у фирмы может быть несколько долгосрочных задолженностей с разными условиями погашения динамика изменения двух последних критериев может иметь скачкообразный характер, затрудняя анализ полученных результатов.

Таблица 5.2

**КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ
(на основе отчета о прибыли)**

№	Наименование показателей	Расчетная формула
6	Рентабельность продаж по валовой прибыли	$RPV = P_{va} / P_{ro}$
7	Рентабельность продаж по чистой прибыли	$RPC = P_{ch} / P_{ro}$
8	Рентабельность продукции по валовой прибыли	$RPR = P_{va} / S_s$
9	Коэффициент рентабельности производства	$KPR = P_{ro} / S_s$

Практическое использование критериев рентабельности, приведенных в табл. 5.1., по нашему мнению, не оправдано, т.к. требует учета степени изношенности и условий обновления основных производственных фондов путем введения ряда дополнительных показателей [10], что снижает информативность анализа реального финансового состояния фирмы.

Как следует из названия табл. 5.2. для определения критериев рентабельности этой подгруппы используются исходные данные, составляющие отчет о прибыли. Если отчет о прибыли для очередного шага расчета подготовлен, то приведенные в нем параметры связаны следующими соотношениями:

$$P_{va} = P_{ro} - S_s$$

$$P_{ch} = P_{va} + d_{rd} - S_{np}$$

где d_{rd} — сумма “других” доходов (не связанных с основной производственной деятельностью — доходы за счет ценных бумаг, проценты по банковскому счету, реализация неиспользуемого оборудования);
 S_{np} — сумма налога на налогооблагаемую прибыль.

Используя приведенные соотношения после несложных преобразований можно получить уравнения:

$$RPV = \frac{P_{va}}{P_{ro}} = 1 - \frac{S_s}{P_{ro}} = 1 - \frac{1}{KRP};$$

$$RPC = \frac{P_{ch}}{P_{ro}} = 1 - \frac{S_s}{P_{ro}} + \frac{d_{rd}}{P_{ro}} - \frac{S_{np}}{P_{ro}} =$$

$$= 1 - \frac{1}{KRP} + \frac{d_{rd}}{P_{ro}} - \frac{S_{np}}{P_{ro}};$$

$$RPR = \frac{P_{va}}{S_s} = \frac{P_{ro}}{S_s} - 1 = KRP - 1.$$

где $KRP = \frac{P_{ro}}{S_s}$.

Анализ этих уравнений показывает, что показатели рентабельности продаж по валовой (RPV) и чистой (RPC) прибыли являются возможными вариантами представления коэффициента рентабельности производства (KPR) и не позволяют получить какой либо дополнительной информации для финансового анализа, а рентабельность продаж по чистой прибыли включает в себя две дополнительные составляющие. Величина первой из них (d_{rd} / P_{ro}), учитывающей другие доходы, более чем на порядок меньше основной составляющей этого показателя — S_s / P_{ro} . Исключение составляют только те периоды производственной деятельности, в которые реализуется дорогостоящее неиспользуемое оборудование, что случается чрезвычайно редко. Вторая составляющая (S_{np} / P_{ro}) не зависит от производственной деятельности конкретной фирмы, а определяется существующими ставками налогов на прибыль,

имущество и другие доходы. Поэтому использование показателя рентабельности продаж по чистой прибыли не позволяет существенно повысить информативность результатов анализа.

Таким образом, при анализе финансового состояния фирмы достаточно использовать только один показатель этой подгруппы критериев — коэффициент рентабельности производства.

Величина этого критерия чрезвычайно важна для любой фирмы, а его смысл понятен даже для неспециалистов по финансовому анализу — во сколько раз дороже могут быть проданы готовые изделия по отношению к себестоимости их производства.

Динамика изменения коэффициента рентабельности производства характеризует компетентность руководства фирмы по реализации готовой продукции и снижению издержек ее производства. Абсолютная величина этого критерия для каждого из производимых типов продукции или оказываемых услуг показывает степень совершенства используемых технологий и оборудования. Очевидно, что значение коэффициента рентабельности меньше или равное 1 говорит о необходимости прекращения производства нерентабельных типов изделий. Если значение KRP находится в интервале от 1 (или 100 %) до 1,1 (110 %), то производство такого изделия мало рентабельно и руководству фирмы следует оценить возможность перехода на выпуск более рентабельной продукции. Проведенные исследования показали, что устойчивое финансовое положение фирмы обеспечивается при значениях KRP от 1,2 до 1,4. Применение новых технологий и разработка изделий с использованием «ноу-хау» позволяет повысить значение этого критерия до 3 — 4 и более, что свидетельствует о успешной деятельности фирмы и хороших перспективах для развития производства.

При малых темпах инфляции и наличии возможности привлечения заемного капитала для анализа финансового состояния фирмы может быть использован еще один критерий, характеризующий запас финансовой устойчивости фирмы — ее способность выполнять свои обязательства по погашению кредитных задолженностей и одновременно сохранять возможность развития и выплаты дивидендов. Таким показателем является коэффициент запаса финансовой устойчивости (KZF), равный отношению нераспределенной прибыли, остающейся в распоряжении фирмы (P_{ne}), к чистой прибыли (P_{ch}), из которой погашается основная часть кредитной задолженности:

$$KZF = \frac{P_{ne}}{P_{ch}}$$

Величина этого критерия показывает какая часть чистой прибыли остается в распоряжении фирмы после погашения очередной доли кредитной задолженности.

Используя основное уравнение баланса 5.1., после несложных преобразований можно получить следующие соотношения:

$$KPL = \frac{S_{sk}}{S_{ak}} = 1 - \frac{V_{ob}}{S_{ak}} = 1 - KFS$$

$$KFS = \frac{S_{kz}}{S_{ak}} ; KFA = \frac{V_{ob}}{S_{sk}} = \frac{1}{\frac{S_{ak}}{S_{sk}} - 1} = \frac{1}{KFS - 1}$$

Анализ полученных соотношений показывает, что коэффициенты платежеспособности (KPL) и финансовой автономии (KFA) могут быть выражены через коэффициент финансовой самостоятельности (KFS), а коэффициент финансовой устойчивости (KFU) по существу является частным случаем по отношению к коэффициенту финансовой автономии (KFA), т.к. его значение становится равным нулю, если фирма не использует долгосрочные кредиты. Таким образом для оценки платежеспособности фирмы достаточно использовать один из трех первых показателей, приведенных в табл. 5.3.

Таблица 5.3

КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ (на основе аналитического баланса)

№	Наименование показателей	Расчетная формула
10	Коэффициент платежеспособности	$KPL = S_{sk} / S_{ak}$
11	Коэффициент финансовой самостоятельности	$KFS = V_{ob} / S_{ak}$
12	Коэффициент финансовой автономии	$KFA = V_{ob} / S_{sk}$
13	Коэффициент финансовой устойчивости	$KFU = S_{kz} / S_{sk}$

По нашему мнению, при проведении анализа финансового состояния фирмы для оценки платежеспособности целесообразно использовать коэффициент финансовой самостоятельности, который показывает какая доля активов не принадлежит владельцам фирмы. По рекомендациям экономистов развитых стран, как указывалось в подразделе 1.3., желательно, чтобы ее величина составляла примерно 1/3 и не превышала 40 % от суммы активов при малых темпах инфляции.

6. КРИТЕРИИ, РЕКОМЕНДУЕМЫЕ ДЛЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

Проведенный анализ критериев, обычно используемых для оценки финансового состояния фирмы, показал, что достаточно использовать только основные из них, т.к. увеличение количества показателей не позволяет повысить информативность получаемых результатов.

В частности, для анализа эффективности использования акционерного капитала или капитала владельцев фирмы предлагается множество разнообразных частных показателей [4, 7, 10, 18], не позволяющих интегрально оценить изменение благосостояния акционеров. Например, в работе [10] рекомендовано использовать 5 критериев, приведенных в табл. 6.1.

Заметим, что из перечисленных показателей зарубежные аналитики [1,3,18] наиболее часто рекомендуют использовать первый — доход на акцию, называя его отдачей на акционерный капитал. Однако, информационная ценность этого критерия условна, т.к. чистая прибыль помимо выплаты дивидендов по привилегированным акциям может быть использована для:

- погашения кредитной задолженности;
- развития производства;
- выплаты дивидендов по простым акциям;
- пополнения текущих активов.

Таблица 6.1.
ОЦЕНКА ПОЛОЖЕНИЯ КОММЕРЧЕСКОЙ
ОРГАНИЗАЦИИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ
[10, стр.482]

№	Наименование показателей	Расчетная формула
1	Доход (прибыль) на акцию (earning per share)	Чистая прибыль - Дивиденды по привилегированным акциям
		Общее число обыкновенных акций
2	Ценность акции (price earnings ratio)	Рыночная цена акции
		Доход на акцию
3	Дивидендная доходность акции (dividends yield)	Дивиденд на одну акцию
		Рыночная цена акции
4	Дивидендный выход	Дивиденд на одну акцию
		Доход на акцию
5	Коэффициент котировки акций	Рыночная цена акции
		Учетная цена акции

По нашему мнению, основным показателем эффективности использования акционерного капитала может быть изменение величины благосостояния акционеров, определяемое с помощью соотношения (2.5). Однако это не означает, что не следует использовать любые другие показатели, обычно применяемые и привычные для руководства какой-либо конкретной фирмы или ее деловых партнеров.

Для оценки ликвидности необходимо использовать три коэффициента в соответствии с уравнениями (3.1), (3.2) и (3.3).

Анализ оборачиваемости может быть выполнен с помощью двух основных показателей: оборачиваемости текущих активов (4.1) и среднего периода дебиторской задолженности (4.2).

С анализом рентабельности и платежеспособности фирмы дело обстоит несколько сложнее. С одной стороны, как показано в подразделе 5, необходимо и достаточно использовать следующие три критерия по шагам расчетного периода:

1. Коэффициент рентабельности производства $KPR = Pro / Ss$ (девятый показатель табл. 5.2) как для фирмы в целом, так и для всех типов производимой продукции (оказываемых услуг) в отдельности для выбора наиболее рентабельных из них.

2. Коэффициент запаса финансовой устойчивости $KZF = Pne / Pch$ (соотношение 5.2).

3. Коэффициент финансовой самостоятельности $KFS = Vob / Sak$ (одиннадцатый показатель табл. 5.3).

Однако, с другой стороны, привычными и широко используемыми в развитых странах, и в соответствии с директивными документами в России являются критерии, приведенные в табл. 6.2.

Таблица 6.2
СООТНОШЕНИЯ ДЛЯ РАСЧЕТА НАИБОЛЕЕ ЧАСТО ИСПОЛЗУЕМЫХ КРИТЕРИЕВ ДЛЯ ОЦЕНКИ
РЕНТАБЕЛЬНОСТИ И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ

Страна организация	Россия		ООН ЮНИДО	США	Франция	Великобритания		Дания
Источник	[15]	[17]	[1]	[4]	[2]	[3]	[6]	[7]
1	Pro	-	Pro	Pro	Fa+Fp	Pro	Pro	Pro
	Sak	-	Akn+Skz {1}	Sak	Pro {2}	Sak	Sak	Sak
2	Pva	-	-	Pva	Pva	Pva	Pva	Pva
	Sak	-	-	Sak	Fa+Fp {3}	Sak-Tob {4}	Sak-Tob {4}	Sak
3	Pch	Pch	-	Pch	-	Pch	-	-
	Sak	Sak	-	Sak	-	Sak	-	-
4	Pch	Pva	-	Pch	Ssk	-	Pch	Pno
	Ssk	Ssk {5}	-	Ssk	Pro {6}	-	Ssk	Ssk {7}
5	-	-	-	-	Ssk	-	-	Ssk
	-	-	-	-	Fa+Fp {8}	-	-	Sak
6	-	-	Pva	Pva	-	Pva	Pva	Pva
	-	-	Pro	Pro	-	Pro	Pro	Pro
7	-	-	Pch	Pch	Pch	Pch	-	-
	-	-	Pro	Pro	Pro	Pro	-	-
8	Pch	-	-	-	Ss	-	-	-
	Pro {9}	-	-	-	Pro	-	-	-
9	Skz	-	Skz	-	-	-	-	-
	Ssk+Skz {10}	-	Ssk	-	-	-	-	-
10	Vob	Vob	-	Vob	Vob	-	-	-
	Ssk	Ssk	-	Ssk	Ssk	-	-	-
11	-{11}	-	-	Vob	Vob	-	-	-
	-	-	-	Sak	Sak	-	-	-

В табл. 6.2. использованы следующие обозначения:

Akn — сумма привлеченного акционерного капитала;

Fa — балансовая стоимость активных основных производственных фондов;

Fp — балансовая стоимость пассивных основных производственных фондов;

Pch — прибыль чистая;

Pno — прибыль налогооблагаемая;

Pro — сумма продаж (продажи);

Pva — прибыль валовая (в работах [1–4, 6, 7] определяется без учета операционных расходов, в которые обычно входят торговые и управленческие расходы);

Sak — сумма активов (итог баланса);

Skz — текущая сумма долгосрочных обязательств;

Ss — себестоимость выпускаемой продукции;

Ssk — сумма собственного капитала;

Tob — текущие обязательства;

Vob — сумма внешних обязательств.

Примечания к табл. 6.2:

{1} — в знаменателе критерия фактически предлагается использовать итог баланса (или сумму активов) за вычетом текущих обязательств; аналогичный подход используется при определении показателя — 4;

{2,3,8} — замена суммы активов на балансовую стоимость активных и пассивных основных производственных фондов приводит к повышению влияния степени их износа на величину отмеченных показателей;

{5,6,7} — показатели, в которых используется сумма собственного капитала и один из параметров отчета о прибыли, которые могут быть выражены через чистую прибыль (см. комментарии к табл. 5.2);

{9} — показатель, в котором чистая прибыль может быть выражена через стоимость продаж;

{10} — критерий, который может рассматриваться как одна из возможных форм представления более простого критерия, рекомендованного в работе [1];

{11} — в этом столбце при определении значений коэффициентов предлагается использовать средние за шаг расчета значения суммы активов баланса и суммы собственного капитала, что не позволяет заметно повысить точность результатов расчетов, если продолжительность расчетного периода имеет не менее 6 шагов.

7. ПРИМЕР ПРОВЕДЕНИЯ АНАЛИЗА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ФИРМЫ

В общем случае анализ финансового состояния фирмы включает в себя решение следующих задач за предшествующие моменту его проведения шаги расчетного периода.

1. Определение критериев, рекомендуемых и привычных для руководителей фирмы и их деловых партнеров.
2. Оценка динамики изменения основных показателей финансового состояния с помощью аппроксимирующих кривых и соответствующих им средних квадратичных отклонений.
3. Анализ тенденций изменения цен на используемые ресурсы и производимую продукцию.
4. Оценка степени выполнения собственных оперативных планов производства.

На основании полученных результатов могут быть:

- подготовлены рекомендации для принятия оперативных управленческих решений на предстоящие 1—2 шага расчета;
- скорректирована программа долгосрочного развития фирмы по фактически достигнутым результатам ее выполнения.

Таблица 7.1
АНАЛИТИЧЕСКИЙ БАЛАНС ФИРМЫ “ДИСК”

УДЕ

Наименования параметров	Значения параметров						
	1	2	3	4	5	6	7*
№ шага							
АКТИВЫ							
Быстроликвидные активы (<i>Bla</i>)	24	23	25	27	29	30	32
Дебиторская задолженность (<i>Dz</i>)	95	96	131	129	126	127	128
Собственные оборотные средства (<i>Os</i>)	122	127	154	162	171	168	160
Текущие активы (<i>Tak</i>)	241	246	310	318	326	325	320
Долгосрочные активы (<i>Dak</i>)	245	225	288	304	306	292	282
Сумма активов (<i>Sak</i>)	486	471	598	622	632	617	602
ПАССИВЫ							
Текущие обязательства (<i>Tob</i>)	122	124	183	176	172	154	160
Сумма кредитной задолженности (<i>Skz</i>)	59	61	128	88	71	43	22
Внешние обязательства (<i>Vob</i>)	181	185	311	264	243	197	182
Сумма собственного капитала (<i>Ssk</i>)	305	286	287	358	389	420	420

* здесь и далее в табл. 7.2 и 7.3 рекомендуемые и прогнозные значения для следующего шага.

Таблица 7.2
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ ФИРМЫ “ДИСК”

УДЕ

Наименования параметров	Значения параметров						
	1	2	3	4	5	6	7*
№ шага расчетного периода							
Продажи (<i>Pro</i>)	506	508	632	658	668	664	665
Себестоимость (<i>Ss</i>)	361	363	454	478	482	488	488
Прибыль валовая (<i>Pva</i>)	145	145	178	180	186	176	177
Прибыль балансовая (<i>Pbl</i>)	147	149	179	182	187	178	179
Прибыль налогооблагаемая (<i>Pno</i>)	148	151	142	145	188	179	180
Прибыль чистая (<i>Pch</i>)	73	74	102	103	89	87	87
Прибыль нераспределенная (<i>Pne</i>)	34	35	58	56	47	45	45

В опубликованных методических рекомендациях отечественных и зарубежных авторов по анализу финансового состояния предприятий и фирм, как правило, рекомендуется определять критерии только для начала и конца одного шага расчета, что и составляет весь финансовый анализ. Выполнение полученных таким образом рекомендаций может привести к весьма негативным последствиям для фирмы.

При проведении анализа в полном объеме стоимость затрат труда высоко квалифицированных специалистов на подготовку и предварительную обработку исходных данных составляют 80—90 % от стоимости выполнения всей работы. Наиболее сложной и трудоемкой является задача анализа тенденций изменения цен на используемые ресурсы и производимую продукцию с учетом инфляции.

Допустим, что исходные данные подготовлены и необходимо провести анализ финансового состояния некой условной фирмы “ДИСК”, аналитический баланс и отчет о прибыли которой за 6 шагов расчетного периода приведены в табл. 7.1 и 7.2. Текущему моменту времени соответствует параметры шестого шага.

Все параметры в табл. 7.1 и 7.2 приведены при постоянной за расчетный период УДЕ. Для проведения

анализа финансового состояния фирмы определены также следующие величины:

1. Сумма привлеченного акционерного капитала (A_{kn}) до начала расчетного периода составляет 250 УДЕ. Дополнительный акционерный капитал не привлекался.
2. Шаг расчетного периода — 1 год, а количество рабочих дней (Rd) — 256.
3. Вся нераспределенная прибыль использовалась для выплаты дивидендов.
4. Увеличение производства продукции и модернизация технологического оборудования в последующий период не предусматривается.
5. Стоимость продаж натуральной единицы готовой продукции.
6. Сумма амортизационных отчислений.
7. Сумма погашения долгосрочной кредитной задолженности для следующего шага расчета.

В табл. 7.3 приведены критерии, определяющие финансовое состояние фирмы за расчетный период.

Предварительный анализ исходных данных показывает, что фирма "ДИСК" за весь расчетный период обеспечивала регулярную выплату дивидендов на привлеченный акционерный капитал. За счет использования долгосрочного кредита на третьем шаге расчетного периода расширено производство продукции путем ввода дополнительных мощностей (возросла сумма долгосрочных активов баланса и сумма кредитной задолженности). На 4 и 5 шагах модернизация производства осуществлена за счет накопленных амортизационных отчислений.

Основным параметром, с помощью которого определяются составляющие аналитического баланса и отчета о прибыли на предстоящий период, является прогноз стоимости продаж продукции фирмы. Для подготовки прогноза стоимости продаж могут быть использованы:

- маркетинговые исследования рынка сбыта;
- инвестиционная политика фирмы;
- статистический анализ объемов продаж за предшествующие шаги расчетного периода;
- экспертная оценка состояния производства и технологических возможностей фирмы.

Таблица 7.3

ЗНАЧЕНИЯ КРИТЕРИЕВ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИХ ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ ФИРМЫ "ДИСК"

Наименования параметров	Значения параметров						
	1	2	3	4	5	6	7*
№ шага расчетного периода							
Изменение благосостояния владельцев (R), % В том числе за счет:	35.6	6.4	23.6	50.8	31.2	30.4	18.0
Изменение стоимости собственного капитала (F)	22.0	-7.6	0.4	28.4	12.4	12.4	0
Выплаты дивидендов (H)	13.6	14.0	23.2	22.4	18.8	18.0	18.0
Коэффициент рентабельности производства ($KPR=Pro/Ss$)	1.402	1.399	1.392	1.376	1.386	1.360	1.362
Коэффициент запаса финансовой устойчивости ($KFZ=Pne/Pch$)	0.466	0.473	0.569	0.544	0.528	0.517	0.517
Коэффициент финансовой са-	0.372	0.392	0.520	0.424	0.384	0.319	0.309

Наименования параметров	Значения параметров						
мостоятельности ($KFS=Vob/Sak$)							
Коэффициент общей ликвидности ($KOL=Tak/Tob$)	1.975	1.984	1.694	1.807	1.895	2.110	2.000
Коэффициент срочной ликвидности ($KSL=(Tak-Os)/Tob$)	0.975	0.960	0.852	0.866	0.901	0.805	1.000
Коэффициент оперативной ликвидности ($KOR=Bl/Tob$)	0.196	0.185	0.137	0.153	0.169	0.195	0.200
Оборачиваемость текущих активов ($OTA=Pro/Tak$)	2.10	2.06	2.04	2.07	2.05	2.04	2.08
Средний период дебиторской задолженности ($CDZ=Dz/(Pro/Rd)$, рабочих дней)	48.1	48.4	53.1	50.2	48.3	50.0	49.3
Фондоотдача ($FON=Pro/Sak$)	1.04	1.08	1.06	1.06	1.06	1.08	1.10
Рентабельность собственного капитала по чистой прибыли ($RSK=Pch/Ssk$)	0.239	0.259	0.355	0.288	0.229	0.207	0.207

^) для первого шага расчетного периода изменение благосостояния владельцев фирмы за счет изменения стоимости собственного капитала вычислено с помощью соотношения:

$$F = \frac{S_{sk} [i] - A_{kn}}{A_{kn}} * 100 = \frac{305 - 250}{250} * 100 = 22,0\%$$

что, строго говоря, соответствует не первому шагу расчета, а периоду времени от момента привлечения всей суммы A_{kn} до конца первого шага.

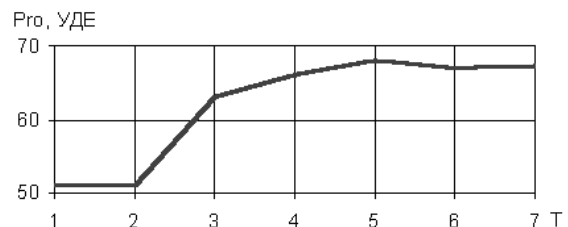


Рис. 7.1. Изменение стоимости продаж (P_{ro}) по шагам расчетного периода (T).

На рис. 7.1. представлено изменение стоимости продаж продукции фирмы "ДИСК" по шагам расчетного периода и ее прогнозное значение.

Далее расчет проводится в следующем порядке.

1. По заданной стоимости натуральной единицы готовой продукции определяется объем ее выпуска.
2. Вычисляется запас материальных ресурсов (собственных оборотных средств — o_s), необходимый для обеспечения устойчивого и равномерного выпуска готовой продукции:

$$o_s = C_{gz} + C_{rz}$$

где C_{gz} — стоимость запасов сырья, материалов и комплектующих (4.3);

c_{rz} — стоимость запасов готовой продукции на складе и в незавершенном производстве (4.4).

3. Для упрощения расчетов составляющих текущих активов и обязательств могут быть использованы рекомендуемые или средние отраслевые значения коэффициентов ликвидности, которые позволяют получить следующие соотношения:

$$T_{ob} = O_s; B_{la} = 0,2 T_{ob}; D_z = 0,8 T_{ob}; T_{ak} = 2 T_{ob}$$

или $T_{ak} = B_{la} + D_z + O_s$.

4. Остальные параметры прогнозного аналитического баланса вычисляются по заданным: величине стоимости основных производственных фондов (D_{ak}) и условиям погашения кредитной задолженности (S_{kz}) с помощью следующей системы уравнений:

$$S_{ak} = T_{ak} + D_{ak};$$

$$V_{ob} = T_{ob} + S_{kz};$$

$$S_{sk} = S_{ak} - V_{ob}.$$

5. По известным налоговой среде, себестоимости производства продукции, предполагаемых других доходах вычисляются необходимые параметры отчета о прибыли.

Из представленных в табл. 7.3 результатов расчета следует, что наиболее существенно за расчетный период изменялся темп роста благосостояния акционеров от 6,4 % на втором шаге до 50,8 % — на четвертом (почти в 8 раз). На рис. 7.2 показано изменение этого критерия и его составляющих за расчетный период.

Анализ полученных зависимостей позволяет заключить, что колебания темпа роста благосостояния акционеров определяются в основном изменением по шагам расчетного периода суммы собственного капитала. Сохранение объема производства при уменьшении балансовой стоимости основных производственных фондов в следствие их износа приводит к уменьшению роста благосостояния владельцев фирмы, что особенно наглядно проявляется на втором и предстоящем шаге расчетного периода. Если же сумма амортизационных отчислений примерно равна сумме погашаемой кредитной задолженности, то благосостояние владельцев сохраняется на одном уровне (шаги 5 и 6). При этом, вторая составляющая благосостояния владельцев — доход за счет выплаты дивидендов изменяется значительно меньше от 13,6 % на первом шаге до 23,2 % — на третьем (в 1,7 раза), а на трех последних шагах расчетного периода стабилизируется на уровне 18 %. Некоторое увеличение дохода владельцев за счет выплаты дивидендов на третьем и четвертом шагах объясняется уменьшением налога на прибыль, который в соответствии с существующим законодательством уменьшается в течение двух лет на величину налога на добавленную стоимость от инвестиционных затрат фирмы после второго шага.

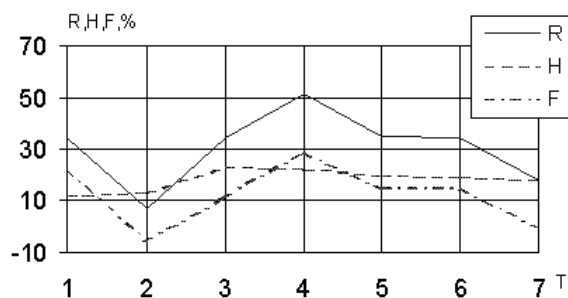


Рис. 7.2. Изменение благосостояние акционеров (R) по шагам расчетного периода (T) за счет:

H — выплаты дивидендов;

F — изменения внутренней стоимости акций.

Весьма не благоприятным для фирмы является устойчивое, хотя и не значительное (всего на 3 %) снижение коэффициента рентабельности производства, что свидетельствует об увеличении управленческих и (или) коммерческих расходов.

Характер изменения коэффициента финансовой самостоятельности говорит о том, что за весь расчетный период около 50 % чистой прибыли использовалось для выплаты дивидендов и фирма способна своевременно погашать свою долгосрочную кредитную задолженность.

Значение коэффициента финансовой самостоятельности только на третьем шаге превысило рекомендуемое максимальное значение (равное примерно 0,4 или 40 %), а в предстоящий период величина этого показателя снизится до минимально рекомендуемой величины (0,3).

В целом за расчетный период коэффициенты ликвидности сохранялись на приемлемом уровне. Наиболее сильно уменьшался только коэффициент общей ликвидности на третьем шаге расчета из-за уменьшения относительной доли материальных запасов при расширении производства продукции. При увеличении производства (на 3 и 4 шагах) произошли наиболее существенные изменения оборачиваемости текущих активов и среднего периода дебиторской задолженности, которые руководству фирмы удалось стабилизировать к концу расчетного периода.

В двух последних строках табл. 7.3 приведены значения наиболее часто используемых критериев — фондоотдачи и рентабельности собственного капитала по чистой прибыли. Показатель фондоотдачи изменяется незначительно — от 1,04 на первом шаге до 1,10 в предстоящем периоде при среднем значении равном 1,06, что позволяет отметить только устойчивое сохранение оборачиваемости активов фирмы за расчетный период.

С первого по третий шагу расчетного периода рентабельность собственного капитала плавно возрастает. Объем продаж, величина чистой прибыли и сумма внешних обязательств на первом и втором шаге примерно одинаковы, а уменьшение суммы активов баланса происходит за счет снижения текущей стоимости основных производственных фондов, что приводит к уменьшению суммы собственного капитала и, соответственно, к возрастанию его рентабельности. Максимум рентабельности достигается на третьем шаге расчетного периода, что не соответствует максимально возможному повышению благосостояния акционеров, которое происходит на четвертом шаге. После третьего шага

рентабельность собственного капитала плавно снижается и стабилизируется на двух последних шагах расчета, т.к. суммы собственного капитала и чистой прибыли для этих шагов одинаковы.

Очевидно, что полученные изменения за расчетный период критериев фондоотдачи и рентабельности собственного капитала не отражают реального финансового состояния фирмы "ДИСК" и не позволяют подготовить обоснованные рекомендации для принятия управленческих решений.

На основании полученных результатов можно заключить, что руководство фирмы "ДИСК" в целом удовлетворительно справлялось с принятием оперативных управленческих решений за рассмотренный период времени. Это подтверждают полученные значения критериев ликвидности, оборачиваемости текущих активов и дебиторской задолженности, соотношение собственных и заемных средств, устойчивое погашение внешней задолженности и регулярная выплата дивидендов.

Однако, в предстоящий период следует ожидать существенного сокращения темпов роста благосостояния владельцев фирмы, т.к. без развития производства будет происходить снижение внутренней и, соответственно, рыночной стоимости акций, определяемой уменьшением стоимости собственного капитала. Указанное обстоятельство не только затруднит привлечение дополнительного акционерного капитала для развития фирмы, а также может привести к оттоку акционерного капитала и дополнительно из-за этого снижению рыночной стоимости акций фирмы.

Руководству фирмы "ДИСК" следует разработать долгосрочную программу инвестиционной политики. Отсутствие такой программы за прошедший период подтверждают существенные колебания и снижение к концу расчетного периода темпов роста благосостояния акционеров.

Разработка инвестиционной политики фирмы, по нашему мнению, может состоять из двух следующих этапов. **На первом этапе** необходимо проведение следующих работ.

1. Анализ возможностей фирмы, в результате которого определяются: рентабельность и перспективы сбыта для каждого типа производимых изделий и целесообразность повышения их потребительских качеств; свободные или слабо загруженные производственные площади и наличие частично используемого оборудования. При этом желательно избежать чрезмерной детализации производственного потенциала фирмы.
2. Маркетинговые исследования по насыщенности рынка изделиями, которые может производить фирма с учетом предложений инженерно-технических сотрудников и технологов фирмы, а также проводимых выставок, ярмарок и каталогов товаров, выпускаемых другими фирмами. В итоге этой работы желательно создание соответствующего банка данных.
3. Предварительный технико-экономический анализ возможных направлений развития производств, позволяющих при минимальных дополнительных затратах организовать или расширить производство изделий, соответствующих технологическим возможностям фирмы. Основная задача этой работы состоит в предварительной оценке затрат, например покупки лицензии, технологии, оборудования, подготовки производства и т.д.
4. Приближенная оценка привлекательности возможных инвестиционных предложений по критерию максимально возможного повышения благосостояния владельцев фирмы, ранжирования их в порядке уменьшения целесообразности их реализации и разработка инвестиционной программы.

На **втором этапе** проводится:

1. Проектная проработка выбранных инвестиционных предложений.

2. Оценка необходимости и порядка привлечения дополнительного акционерного и заемного капитала и соучредителей для реализации проектов.
3. Разработка инвестиционной политики фирмы, которая уточняется после каждого из этапов ее реализации.

Привлечение сторонних организаций и консалтинговых фирм для проведения некоторых из перечисленных работ следует проводить на конкурсной основе.

Анализ финансового состояния фирмы за заданный прошедший период с учетом инфляции обычно не вызывает трудностей, т.к. для каждого шага прошедшего периода по фактическим результатам на основе бухгалтерских отчетов могут быть подготовлены и аналитический баланс и отчет о прибыли. Все критерии выражаются в относительных величинах для каждого шага расчета, а реальное изменение благосостояния акционеров (R_r) при уже известном на i -м шаге расчетного периода индексе инфляции (I_n) может быть определено с помощью соотношения:

$$R_r [i] = \frac{R [i]}{I_n [i]}$$

Учет инфляции для предстоящих периодов является весьма не простой задачей при анализе финансового состояния фирмы. Даже, если удастся достаточно надежно предсказать индекс инфляции на будущий период, этого оказывается явно недостаточно для подготовки прогнозных аналитического баланса и отчета о прибыли по той причине, что при инфляции изменяется ценовая структура. Иными словами изменение стоимости разных типов энергоресурсов, сырья, материалов, комплектующих, готовых изделий, оборудования, недвижимого имущества не соответствует среднему индексу инфляции, а имеют свои собственные темпы роста либо превышающей средний уровень, либо отстающий от него. Поэтому любой вариант расчета: при постоянных ценах или с учетом среднего индекса инфляции может рассматриваться как весьма приближенный, если не удастся подготовить прогнозы по изменению стоимости используемых типов материальных ресурсов и готовой продукции.

Литература

1. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по подготовке промышленных технико-экономических исследований: Пер. с англ. перераб. и дополн. изд.— М.: АОЗТ "Интерэксперт", 1995.-343с.
2. Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь. Французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: В 2-х т.— Т.2:Пер. с фр.— М.: Междунар. отношения, 1994.-720с.
3. Бухгалтерский анализ: Пер. с англ.— К.: Торгово-издательское бюро ВНВ, 1993.-428с.
4. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я.В. Соколов.— М.: Финансы и статистика, 1996.-800с.
5. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инноваций.— М.: Информационно-издательский дом "Филинь", 1997.-336с.
6. Введение в бухгалтерское дело: Пер. с англ.— К.: Торгово-издательское бюро ВНВ, 1994.-384с.
7. Ворст Й., Ревентлоу П. Экономика фирмы: Учеб./Пер. с датского А.Н.Чеканского, О.В.Рождественского.— М.: Высш. шк., 1994.-272с.
8. Ефимова О.В. Финансовый анализ.— М.: Бухгалтерский учет, 1996.-208с.
9. Ковалев А.И., Привалов В.П. Анализ финансового состояния предприятия. Издание 2-е, переработанное и дополненное.— М.: Центр экономики и маркетинга, 1997.-192с.

10. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности.— М.: Финансы и Статистика, 1996.-432с.
11. Козлова Е.П., Парашутин Н.В., Бабченко Т.Н. Бухгалтерский учет в промышленности.— М.: Финансы и статистика, 1993.-432с.
12. Козлова О.И., Сморгачева М.С., Голубович А.Д. Оценка кредитоспособности предприятий: пособие для банковских работников.— М.: АО "АРГО", 1993.-28с.— (Русская деловая литература).
13. Кондаков Н.П. Бухгалтерский учет, анализ хозяйственной деятельности и аудит.— М.: Перспектива, 1994.-339с.
14. Мэрилл Линч, Пиерс, Финнер Энд Смит, Инк Как читать финансовый отчет: Пер. с англ.— М.: "Дело", 1992. -39с.
15. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. Официальное издание.— М.: АОЗТ "Интерэксперт", 1994.-80с.
16. Нидлз Б.,Андерсон Х., Колдуэлл Д. Принципы бухгалтерского учета. Пер. с англ./Под ред. Я.В.Соколова.— М.: Финансы и статистика, 1993.-496с. (Серия по бухгалтерскому учету и аудиту)
17. Реформа предприятий (организаций). Методические рекомендации.— М.: Ось-89, 1998.-96с.
18. Романов А.Н., Лукасевич И.Я. Оценка коммерческой деятельности предпринимательства: Опыт зарубежных корпораций.— М.: Финансы и статистика, Банки и биржи, 1993.-96с.
19. Федотова М.А. Доходы предпринимателя.— М.: Финансы и статистика, 1993. -96с.
20. Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов.— М.: "Дело", "BusinessПечь", 1992.-320с.

*Контактный телефон: (095) 115-2957
Глазунов Виктор Николаевич*