

# ОБ ОДНОМ КОСВЕННОМ СПОСОБЕ КОЛИЧЕСТВЕННОЙ ОЦЕНКИ СТРАТЕГИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

Альгин В.А., к.э.н., аудитор ООО «Аудиторская компания «АЗЪ»;

Козлов А.А., главный специалист Территориального объединения организаций профсоюзов пищевой промышленности Ростовской области;

Локтионов Д.А., руководитель дополнительного офиса «Западный» филиала «Ростовский» ОАО банк «Павелецкий»

Предложен способ количественной оценки стратегии и тактики экономических субъектов по показателям официальной бухгалтерской отчетности. Определены особенности применения предложенного способа для оценки антикризисных (кризисных) стратегий и стратегий роста. Подход опробован на официальной бухгалтерской отчетности некоторых крупных, экономически или социально значимых организаций Ростовской области.

## 1. ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ В УСЛОВИЯХ НЕСТАБИЛЬНОСТИ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ

Производственный потенциал большинства отраслей отечественной промышленности сформирован в эпоху командно-административной экономики. Вместе с падением физических объемов производства при принятии курса рыночных реформ этот факт определяет в настоящий момент наличие не полностью загруженных производственных мощностей российских предприятий.

Оживление российской экономики, наступившее после кризиса августа 1998 г., явилось пусковым механизмом некоторого экономического роста.<sup>1</sup> Одним из источников такого роста явились заимствования организаций, позволившие, в основном за счёт расширения оборотных средств, повысить физические объёмы производства.

Продолжающееся в течение 1999-2002 гг. укрепление национальной валюты, в свою очередь, стало фактором снижения не только темпов роста, но и, в конечном счёте, фактором изменения тенденции роста на падение физических объёмов производства.

Неблагоприятные тенденции в экономике России, связанные с проведением политики перекладывания проблем государства в области регулирования тарифов естественных монополий на экономических субъектов, в том числе домохозяйства, снижая конечный платежеспособный спрос, провоцируют стагнацию со всеми известными негативными последствиями.

В связи с этим в условиях нестабильности платежеспособного спроса возникает вопрос об оценке вероятных и состоявшихся финансовых и экономических последствий для организаций-производителей, индикаторами которых традиционно служит ряд финансовых и экономических показателей, рассчитываемых на основании данных бухгалтерской отчётности. Однако около сотни известных финансовых коэффициентов вместе с исследованиями структуры и динамики отчетных таблиц заставляют искать эффективные подходы к внешней оценке стратегий

и тактики, основывающиеся на минимальном наборе информативных показателей и допускающие наглядную визуализацию.

Способность рассматриваемых компаний перенести снижение объёмов продаж, по мнению авторов, во многом определяется способностью регулирования величины источников формирования оборотных средств; наоборот, неуправляемость таковых приведёт к возрастанию рисков «технической» несостоятельности, определяющейся невозможностью обслуживания кредитов из-за внезапного увеличения периода оборота оборотных активов. Иными словами, задача состоит в том, чтобы определить, способен ли экономический субъект вовремя «сбросить» оборот и, соответственно, «отрегулировать» величину одного из его источников – кредиты и займы, а также кредиторскую задолженность.

Индикатором эффективности привлечения кредитов с точки зрения приумножения акционерного капитала (прибыль на собственный капитал) является динамика стоимости чистых активов. Рентабельность собственного капитала, как следует из известной концепции финансового рычага, приумножается за счёт превышения рентабельности всех активов над бременем обслуживания кредиторской задолженности, кредитов и займов. В случае, если рентабельности активов недостаточно для такого покрытия, собственный капитал теряет от существования столь дорогого источника финансирования операционной деятельности. Соответственно, такая потеря прибыли станет решающим фактором утраты чистых активов экономическим субъектом.

Напомним, что величина и динамика чистых активов – одно из основных мерил стоимости бизнеса экономического субъекта. На основе чистых активов рассчитывается также фундаментальная оценка стоимости акционерного капитала, что напрямую влияет на оценку инвестиционной привлекательности вложений в акционерный капитал компаний.

Альтернативный способ расчёта стоимости бизнеса, использующий в основе концепцию денежных потоков Гордона, пока не получил широкого применения по ряду факторов, обсуждение которых лежит вне проблематики настоящей работы.

Несмотря на важность показателя чистых активов, до сих пор в практике экономических субъектов присутствует формальное отношение к этому фундаментальному показателю. Так, авторы имеют возможность привести ряд примеров крупных, экономически или социально значимых организаций Ростовской области, организаций федерального масштаба, пренебрегающих акционерным законодательством в части соблюдения соотношений между чистыми активами и уставным капиталом, регламентируемых Федеральным законом «Об акционерных обществах». Например, нарушается предел минимального размера уставного капитала для открытых акционерных обществ, величина чистых активов компаний меньше величины зарегистрированного уставного капитала, а отчётность отдельных субъектов отражает наличие вместо чистых активов чистых пассивов в течение периода более чем один год, без каких-либо уместных решений со стороны акционеров.

Приведенные выше соображения склоняют признать именно величину чистых активов в качестве фундаментального экономического показателя развития коммерческих организаций. Здесь и далее в работе *под развитием коммерческих организаций понимается измене-*

<sup>1</sup> Рост., преимущественно, не имел экстенсивный характер.

ние их имущественного, финансового состояния и доходности во времени в результате осуществления финансово-хозяйственной деятельности. Само по себе развитие, таким образом, не определяет направления – рост, спад или деградация, а причисляется нами к объективным характеристикам, присущим любой организации, продолжающей ведение финансово-хозяйственной деятельности. Развитие прекращается с нарушением принципа продолжения финансово-хозяйственной деятельности на стадии добровольной или принудительной ликвидации хозяйствующего субъекта.

Другим важным показателем развития, имеющим также маркетинговый аспект, является выручка от продаж продукции, товаров, работ, услуг, определяющая финансовый поток (доходы) от операционной деятельности. Именно из выручки от продаж осуществляется, в конечном счёте, формирование источников воспроизводства экономических ресурсов<sup>2</sup> коммерческой организации и финансирования бремени использования кредитов, займов и кредиторской задолженности<sup>3</sup>.

Выручка от продаж подвержена влиянию инфляции. Поэтому при любом анализе динамики продаж исключение инфляционного роста цен вносит существенные корректировки осуществлённых предварительных оценок.

Выявление влияния инфляции на чистые активы не является тривиальной задачей. Стоит лишь отметить, что решающим фактором, на наш взгляд, окажется доля внеоборотных активов в структуре всех активов. Именно внеоборотные активы будут подвергаться наиболее существенному действию инфляции, поскольку и оборотные активы, и краткосрочные обязательства, принимаемые в расчёт при определении величины чистых активов, будут успевать совершить как минимум два оборота<sup>4</sup> за год и получат более актуальную денежную оценку. Таким образом, чистые активы благодаря инфляции при прочих равных условиях оказываются недооцененными.

## 2. КОНЦЕПЦИЯ ОЦЕНКИ СБАЛАНСИРОВАННОСТИ КРАТКОСРОЧНОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО СУБЪЕКТА

Сопоставление показателей чистых активов и выручки от продаж в динамике, по нашему мнению, позволяет раскрыть истинную сущность осуществляемой экономическими субъектами политики и качественно определить её эффективность с точки зрения сохранения и приумножения экономического потенциала организации, а также с точки зрения собственников – в среднесрочной перспективе.

<sup>2</sup> Современная экономическая теория выделяет следующие виды экономических ресурсов: природные, трудовые, финансовые ресурсы, предпринимательские способности как особый вид ресурсов и информационные ресурсы.

<sup>3</sup> Исходя из практики экономических субъектов, кредиторская задолженность, в том числе по обязательным платежам, иногда используется не только на финансирование оборота, но и на финансирование капитальных вложений. Это происходит, в частности, при ведении долгосрочных инвестиций, осуществляемых в форме капитальных вложений, при отсутствии собственного оборотного капитала вопреки экономической логике, не учитывая банальности: «мы этого не можем себе позволить».

<sup>4</sup> Из расчёта среднего периода оборота оборотных активов в машиностроении 6 месяцев.

Предлагаемая концепция оценки сбалансированности развития экономического субъекта состоит в интерпретации стратегии (в долгосрочном аспекте) или политики (в краткосрочном и среднесрочном аспекте) через траекторию движения вектора с компонентами – **относительный прирост чистых активов** и **относительный прирост выручки от продаж**, на плоскости соответствующих переменных (рис. 1).

Модель допускает наличие четырех секторов, для которых значения пар внутри секторов (темп прироста чистых активов; темп прироста выручки) принципиально отличаются друг от друга.

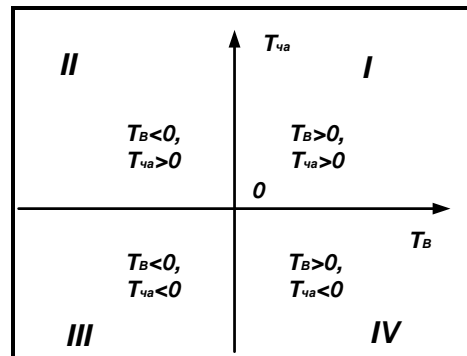


Рис. 1. Модель оценки политики экономических субъектов «Прирост выручки – Прирост чистых активов».  $T_в$  – темп прироста выручки от продаж;  $T_{чa}$  – темп прироста чистых активов

Экономическая логика функционирования производственной коммерческой организации подразумевает достаточную прибыльность операционной деятельности, позволяющую нести бремя расчётов по заёмным средствам, формируя достаточные источники финансирования воспроизводства экономических ресурсов, в том числе основных средств. В составе выручки от продаж поступают, помимо прочих общеизвестных элементов, прибыль и амортизация основных средств. Поступление прибыли отражается в бухгалтерском балансе как прирост активов (например, денежных средств на расчётном счёте) и одновременно увеличение соответствующей статьи в разделе капитала и резервов бухгалтерского баланса<sup>5</sup>. Амортизация, поступающая в составе выручки от продаж, приводит только к изменению структуры актива баланса: часть остаточной стоимости амортизируемых внеоборотных активов через амортизационные отчисления превращается в более ликвидную денежную форму<sup>6</sup> и пополняет собственный оборотный капитал организации.

Влияние такой деятельности на чистые активы сводится к их увеличению за счёт прибыли, которая тесаврируется, направляется на покрытие кредиторской задолженности. Использование прибыли на потребление, естественно, никак не способно увеличить стоимость пред-

<sup>5</sup> Для простоты рассуждений, влияние прочих операционных и внереализационных доходов и расходов на финансовый результат предполагается пренебрежимо мало. Также далее в ходе рассуждений принимаются некоторые допущения, способные очистить влияние интересующих нас факторов.

<sup>6</sup> При разнесении во времени момента определения выручки от продаж и момента оплаты амортизация начисленная приводит к сокращению остаточной стоимости основных средств и увеличению дебиторской задолженности покупателей и заказчиков.

приятия, по крайней мере, в условиях неразвитого рынка ценных бумаг, на котором решение о выплате дивидендов не обязательно будет встречено ростом котировок акций. По-видимому, в российской экономике парадокс Модильяни-Миллера не существует.

Таким образом, «естественному» способу функционирования растущей организации, когда источники финансирования операционной деятельности достаточны, соответствует нахождение пары исследуемых параметров в **секторе I** на рис. 1 – положительный прирост чистых активов и положительный прирост продаж. Различие в соотношении прироста чистых активов и прироста продаж определяется рядом специфических особенностей каждого конкретного экономического субъекта, принципиальным же является совместная положительность приростов выручки и чистых активов, определяющая **сбалансированность развития коммерческой организации**. При этом есть достаточные основания считать, что организация находится в фазе роста, однако характер роста – интенсивный, экстенсивный или фиктивный (инфляционный) – является предметом специального изучения.

Поскольку по бухгалтерской отчётности не всегда возможно определить изменение натуральных объёмов продаж, остаётся выяснить, не носит ли рост продаж исключительно инфляционный характер. Например, сравнивая прирост объёмов продаж в стоимостном выражении со средним (или специфическим – по отдельным товарным группам) темпом инфляции, публикуемым официально, можно получить достоверную оценку реальных темпов роста выручки. Однако следует осторожно относиться к специфике отрасли, в которой действует анализируемый экономический субъект, поскольку отраслевые особенности могут вызывать существенные отклонения от средних показателей.

В рамках **сектора II**, для которого темп прироста выручки от продаж отрицателен, а темп прироста чистых активов положителен, можно выделить два основных случая.

В первом случае определяющим фактором является увеличение рентабельности продаж при сокращении выручки от продаж и, соответственно, увеличение массы прибыли. Если организация использует заёмные средства как источник финансирования оборота, то следует говорить о наличии явления **сильной кредитной эластичности, то есть способности адекватно сбрасывать обязательства, финансирующие оборот, при наличии спада продаж**. То есть такие обязательства погашаются своевременно и не «зависают» на балансе организации.

Во втором случае определяющим фактором является привлечение капитала со стороны в виде, например, размещения ценных бумаг, без существенного изменения выручки от продаж и, соответственно, массы прибыли. Последствия второго случая могут наблюдаться в виде предстоящего осуществления инвестиционной деятельности, в том числе в форме капитальных вложений, а реальное изменение объёмов продаж и прибыли начнёт оказывать влияние по прошествии времени. Для этого необходимо рассмотрение изучаемых параметров в динамике. В рамках этого случая особого внимания требует сокращение выручки от продаж. Факторы, его определяющие, требуют выявления, качественной и количественной оценки.

Попадание пары значений прироста выручки от продаж и прироста чистых активов в **сектор III** наиболее вероятно связывается с сокращением масштабов деятельности, влекущим «зависание» обязательств, являющихся источниками финансирования оборота и, в конечном счете, к снижению платежеспособности организации. Производственная и финансовая система не успевают своевременно отреагировать на влияние негативных факторов на рынке сбыта продукции, товаров, работ, услуг. Такая ситуация характерна для организаций производственного сектора экономики, наращивавших до определённого момента продажи за счёт заёмных источников финансирования при недостаточной рентабельности продаж, не способной достаточно покрывать бремя обслуживания долговых обязательств и передерживаемой кредиторской задолженности. Хотя в этом случае обычно хозяйствующий субъект на стадии роста продаж фиксирует в бухгалтерской отчётности положительный финансовый результат, сформировать достаточный собственный оборотный капитал не удаётся, а о наступлении конъюнктурного спада ЛПП<sup>7</sup> обычно не беспокоятся, отдаваясь текущим производственным проблемам.

Попадание пар приростов чистых активов и выручки от продаж в **сектор IV** наиболее вероятно связывается с наращиванием недостаточно рентабельных продаж за счёт, в основном, заёмных источников финансирования оборота. Предположительно, и это предстоит установить в ходе настоящего исследования, наращивание продаж при условии попадания точки (темпа прироста выручки от продаж, темпа прироста чистых активов) в сектор IV в фазе роста предшествует дальнейшему попаданию этой точки в сектор III в фазе спада. Очевидно, что наращивание продаж для этого сектора определяется снижением финансовой автономии, ростом финансового риска, связанного с возможными колебаниями продаж и рентабельности.

Таким образом, все четыре сектора плоскости переменных «Темп прироста выручки от продаж – Темп прироста чистых активов» описывают полное множество ситуаций изменения этих показателей. Однако рассмотренные выше шаблоны, естественно, не могут покрыть весь спектр изменений в имущественном положении, финансовом состоянии и доходности коммерческих организаций, однако, по нашему мнению, отражают **основные особенности, связанные с влиянием заёмных источников финансирования оборота на стоимость бизнеса** из расчёта чистых активов. Также соотношение темпов прироста чистых активов и прироста выручки от продаж позволяет **эффективно получать информацию о характере экономического развития**, а именно – наличии роста или спада, где **сбалансированному** росту соответствует положительность и прироста выручки, и прироста чистых активов.

### 3. ОЦЕНКА СРЕДНЕСРОЧНОЙ ДИНАМИКИ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

Изучив краткосрочные аспекты развития экономических субъектов, связанные с влиянием заёмных источников финансирования оборота, целесообразно обратить внимание на то, каким образом влияет избираемая политика

<sup>7</sup> Лица, принимающие решения.

финансирования на развитие организации в среднесрочном периоде<sup>8</sup>.

Если по результатам отчётного периода на плоскости переменных «Темп прироста выручки – темп прироста чистых активов» формируется только одна точка, то по временным рядам соответствующих показателей за ряд лет оказывается возможным построить по таким точкам траекторию, которая будет характеризовать определённые изменения в развитии организации, а следовательно – используемую исполнительным органом экономического субъекта хозяйственную политику.

Остаётся открытым вопрос, как состыковывать соседние отчётные периоды при помощи темпов роста. Иными словами, математически вопрос сводится к выбору базы для расчёта соответствующего относительного темпа прироста. Одинаково возможны два следующих варианта. Первый из них – за базу каждый раз принимается начало каждого отчётного периода. Относительный темп прироста в таком случае просто рассчитывается по данным соответствующей отчётности. Имеет место расчёт так называемого цепного темпа прироста. Второй вариант расчёта темпа прироста – принимать за базу начало первого отчётного периода из рассмотренных. Такой вариант оправдывает себя при больших скачках исследуемых величин и, в особенности, когда величина чистых активов в одном из периодов принимает отрицательные значения. Однако такой способ расчета хотя и имеет более точное теоретическое обоснование, более сложно поддается визуализации. Вероятно, возможны и другие статистически корректные ухищрения, которые можно предпринять, заботясь при этом о сопоставимости результатов исследования как между периодами, так и между изучаемыми экономическими субъектами в составе их совокупности.

Точки (Темп прироста выручки, Темп прироста чистых активов) на рассматриваемой плоскости, соответствующие отдельным отчётным периодам, в результате развития организации могут переходить из одного сектора в другой. Соответственно, характеристика развития организации с течением времени может изменяться.

Рассмотрим соответствие типовых изменений в развитии экономических субъектов и соответствующие этим изменениям типовые траектории на плоскости переменных «Темп прироста выручки – Темп прироста чистых активов» (рис. 2). Одновременно будем кодировать такие траектории динамики развития цифрами. Первая цифра соответствует номеру сектора, в который точка попала первоначально, вторая – куда траектория попала в следующем анализируемом периоде.

**Случай 1.1. Траектория развития на плоскости  $T_B$  –  $T_{чa}$  полностью находится в секторе I.** То есть на протяжении всего периода анализа и темп прироста выручки от продаж, и темп прироста чистых активов положительны. Есть достаточные основания предполагать, что рассматриваемый экономический субъект находится в стадии экономического роста, если темп прироста продаж имеет в основании, помимо инфляционной составляющей, прирост продаж в натуральном выражении. Характер роста – экстенсивный или интенсивный – может быть определён исходя из анализа динамики показателей доли основных средств в структуре всех активов, фондо-

отдачи, фондовооружённости, коэффициента обновления основных средств производства и других, на основании данных Приложения к бухгалтерскому балансу и Пояснительной записки. Источники экономического роста в такой ситуации наиболее вероятно найти в собственном капитале – инвестирование накопленной амортизации и тезаврированной прибыли в воспроизводство основных средств производства и наращивание производственного потенциала иными способами. При этом действующее производство обеспечивает стабильно растущие доходы, основные продуктовые линии соответствуют квадранту «дойные коровы» матрицы BCG. В рамках этого шаблона хозяйственной политики более углубленного исследования требует сравнение величины источников, используемых на нужды воспроизводства и увеличения производственного потенциала с необходимыми их величинами. То есть требует ответа вопрос: будет ли способен в будущем производственный комплекс нормально функционировать и приносить доход? Ответ на этот вопрос важен по той причине, что восстановление основных средств, находящихся в эксплуатации длительный период (более 10-12 лет), за счет источников простого воспроизводства возможно по ряду объективных причин ориентировочно только на 60%.

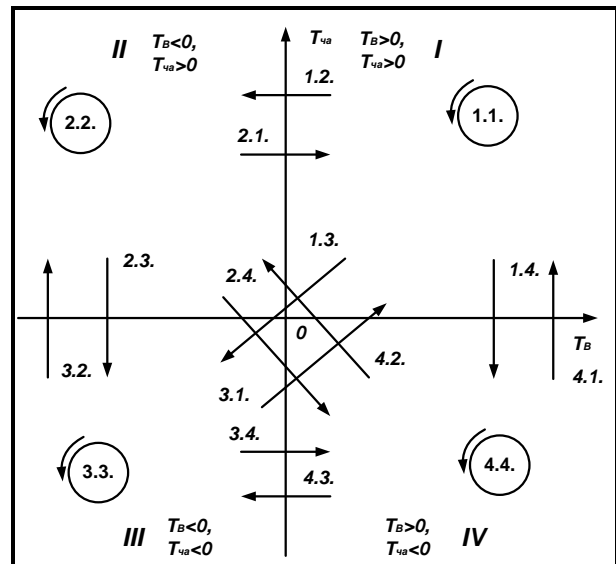


Рис. 2. Возможные траектории развития экономических субъектов

Нахождение траектории развития в секторе I даёт основания оценить хозяйственную политику экономического субъекта как эффективную.

**Случай 1.2. Траектория развития на плоскости  $T_B$  –  $T_{чa}$  из сектора I переходит в сектор II.** Изменение динамики выручки от продаж на спад может иметь в своей основе факторы циклического характера. Одним из таких факторов является жизненный цикл товаров и продуктовых линий. Завершение жизненного цикла определяет необходимость осуществления инвестиций в создание новых товаров и продуктовых линий. Если собственных источников инвестирования недостаточно, то одной из форм привлечения является увеличение собственного капитала за счёт выпуска акций. Такое финансирование хотя и соответствует логике функционирования рыночной экономики, однако в силу ряда общеизвестных причин пока не нашло широкого распространения в России.

<sup>8</sup> Здесь под краткосрочным развитием понимается развитие в течение отчётного периода, одного года. Среднесрочное развитие понимается как развитие в течение периода трёх-четырёх лет.

Инвестиции, осуществляемые из привлеченных источников, призваны создавать предпосылки для выхода на рынок новых товаров, соответственно, роста продаж и, в наших обозначениях, для перехода из сектора II в сектор I – область устойчивого роста. Таким образом, основной характеристикой развития организации, отражаемого переходом из сектора I в сектор II, является необходимость долгосрочных инвестиций за счет источников капитального финансирования. При последующем выходе траектории развития на рассматриваемой плоскости в сектор I хозяйственная политика, реализующая выбранную организацией стратегию, может быть признана эффективной.

**Случай 1.3. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора I переходит в сектор III.** Положительные приросты выручки от продаж и чистых активов сменяются отрицательными их приростами. Такая ситуация определяется, скорее всего, маркетинговыми факторами, такими, как спад продаж. В свою очередь, структура продажных цен такова, что не позволяет формировать достаточный запас финансовой прочности, то есть отсутствует возможность достаточного маневра как по цене, так и по объёму продаж в натуральном выражении. Следствием такой ситуации является снижение прибыльности операционной деятельности вплоть до формирования в отчётности убытков, сжатиям собственных источников производства и воспроизводства, необходимости привлечения внешних источников финансирования. Таким образом, переход из сектора I в сектор III свидетельствует о непрочности позиций организации на рынке, о недостаточно эффективной политике сбыта и ценообразования.

Такая траектория развития организации может являться и следствием прохождения секторов II и IV внутри отчётного периода, тогда развитие организации описывается комбинацией среднесрочных траекторий 1.2 и 2.3 или 1.4. и 4.3.

**Случай 1.4. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора I переходит в сектор IV.** Развитие организации осуществляется в направлении расширения оборота за счёт заёмных источников финансирования. Однако падение чистых активов даёт основания предполагать наличие проблем с достаточностью уровня рентабельности продаж либо с наличием проблем в области прочих или внереализационных операций.

С одной стороны, такая хозяйственная политика не может быть признана эффективной, если отсутствуют перспективы дальнейшего смещения центра тяжести источников финансирования оборота к самофинансированию. Возможное дальнейшее усугубление ситуации на целевом рынке может повлечь невозможность продолжения наращивания продаж, их спад, вследствие эффекта операционного рычага снижение рентабельности, а то и убыточность продаж, и, в конечном счёте, переход в последствии в сектор III.

С другой стороны, политика наращивания оборота оправдывает себя в краткосрочном периоде для достижения положительного эффекта операционного рычага с последующим направлением дополнительной прибыли на пополнение собственного оборотного капитала.

**Случай 2.1. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора II переходит в сектор I.** Переход от инвестиционной стадии к стадии эксплуатации инвестиционных проектов, финансируемых за счёт собственных капитальных источников финансирования, наращивание продаж. Хозяйственную политику, характеризующуюся

такой фактической динамикой, можно оценить как эффективную.

**Случай 2.2. Траектория развития на плоскости Тв – Тча в течение периода анализа полностью находится в секторе II.** Сокращающаяся выручка от продаж при положительном приросте чистых активов либо сохраняет положительность финансового результата (тогда сокращение оборота обеспечивается сокращением привлеченных оборотных средств), либо отрицательный финансовый результат компенсируется за счет дофинансирования, например, акционерным капиталом, либо стадия спада жизненных циклов производимой продукции сопровождается финансированием инвестиционных проектов, направленных на расширение маркетингового и производственного потенциала организации.

**Случай 2.3. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора II переходит в сектор III.** Падение объёмов продаж в стоимостном выражении при положительной динамике чистых активов сменяется также падением выручки, но вместе с падением величины чистых активов. Одним из часто встречаемых объяснений подобной динамики показателей является выраженный недостаток в собственных источниках финансирования капитальных вложений, направленных на осуществление инвестиционных проектов по развитию производственного потенциала и переход к заёмному финансированию.

Одним из оптимистических сценариев развития организации в будущем является возможность перехода в сектор IV (наращивание продаж, переход в стадию эксплуатации финансируемых инвестиционных проектов), а затем – в сектор I – область сбалансированного развития.

**Случай 2.4. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора II переходит в сектор IV.** Инвестирование будущего роста продаж за счёт привлеченных источников сменяется ростом продаж за счёт заёмных источников. Такая траектория развития с небольшой вероятностью может являться комбинацией траекторий 2.3. и 3.4. или 2.1. и 1.3. внутри одного отчетного периода.

**Случай 3.1. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора III переходит в сектор I.** Ситуацию можно охарактеризовать как «не было ни гроша, да вдруг алтын». Источники оживления, скорее всего, следует искать в изменении параметров целевых рынков, например, в возобновлении государственного заказа или государственной поддержки, в общем оживлении экономической конъюнктуры, позволяющем преодолеть убыточность вплоть до формирования достаточной для обслуживания привлеченных средств чистой прибыли.

**Случай 3.2. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора III переходит в сектор II.** Хотя такой тип траектории развития экономических субъектов и не встретился при анализе выборки экономических субъектов производственного сектора экономики Ростовской области, гипотетически можно предположить такую траекторию развития для ситуаций продажи имущества со сверхприбылью и «прощения» долгов либо как элемент нетипичных флуктуаций показателей финансово-хозяйственной деятельности.

**Случай 3.3. Траектория развития на плоскости Тв – Тча в течение периода анализа полностью находится в секторе III.** Падение величин выручки от продаж и чистых активов одновременно продолжается на протяжении более чем одного периода, и это свидетельствует об отсутствии возможности преодоления кризиса. Практика показывает, что экономические субъекты, показатели

которых находятся в течение продолжительного времени в секторе III, утрачивают потенциал платежеспособности и обычно соответствуют предбанкротному или банкротному состоянию.

Траектория 3.3 является разновидностью траекторий 3.4 и 4.3 в случае, когда исключение фактора инфляции цен на производимую продукцию (выполняемые работы, оказываемые услуги) определяет сокращение объёмов продаж в натуральных измерителях. Здесь для определения потенциала преодоления кризиса требуется изучить динамику операционных расходов и её податливость изменению рыночной конъюнктуры.

**Случай 3.4. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора III переходит в сектор IV.** Развитие организации осуществляется в направлении расширения оборота за счёт заёмных источников финансирования. При этом продолжение динамики падения чистых активов даёт основание предполагать, что доходности продаж недостаточно для эффективного рефинансирования ссудной задолженности; собственных источников финансирования оборота по-прежнему недостаточно.

Рассматриваемый отклик экономических показателей на применение хозяйственной политики, осуществляемой в течение длительного периода без изменения структуры источников финансирования оборота в пользу собственных средств, приводит к катастрофическому наращиванию заёмных обязательств, снижению финансовой автономии, возрастанию финансового риска. Существуют примеры, когда именно к таким последствиям приводила хозяйственная политика некоторых экономических субъектов, формирующих основную часть прибыли вне производственной организации, в торговом обороте. Результатом именно такой деятельности является «высасывание» производственной организации с возникновением последующих оснований для признания её несостоятельной.

Рассматриваемый отклик экономических показателей на применение хозяйственной политики также может соответствовать и воплощению антикризисной стратегии за счёт внешних источников. Переломным моментом представляется целесообразным считать наполнение собственных источников финансирования оборота, прежде всего, за счёт роста рентабельности продаж, до объёмов, позволяющих расширять оборот вместе с одновременным погашением заёмных обязательств. В результате траектория развития на плоскости Тв–Тча приобретает характер 4.1., то есть переходит в область сбалансированного развития и экономического роста.

**Случай 4.1. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора IV переходит в сектор I.** Сформированного за счёт заёмных источников потенциала формирования прибыли оказывается достаточно для начала фазы погашения ссудной задолженности. Такая ситуация может иметь место, например, в случае, когда для расширения производства используется заёмный источник финансирования; за счёт совокупного положительного эффекта операционного рычага и финансового рычага формируется дополнительная прибыль, направляемая затем в том числе на погашение ссудной задолженности.

Переход траектории развития экономического субъекта из сектора IV в сектор I даёт основания оценить используемую хозяйственную политику как эффективную. Наиболее вероятно оценить экономический рост организации с такой динамикой развития как экстенсивный с формированием на первой фазе применения политики заёмных

источников с последующим их замещением собственными источниками финансирования оборота. Однако уточнить характер экономического роста возможно, применяя подход, описанный в типовой траектории 1.1.

**Случай 4.2. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора IV переходит в сектор II.** Маловероятно, что такая траектория является отражением определенной стратегии и тактики экономического субъекта, однако может определяться факторами стохастической природы либо являться комбинацией траекторий 4.1., 1.2. в течение одного отчетного периода.

**Случай 4.3. Траектория развития на плоскости Тв – Тча из сектора IV переходит в сектор III.** Развитие организации осуществляется в направлении сокращения продаж. Продолжение динамики падения чистых активов позволяет судить о деградации собственных источников финансирования оборота. Требуют анализа изменение в обеспечении обязательств активами с целью своевременного выявления признаков несостоятельности.

Такой вариант развития может служить продолжением варианта 1.4. в общей динамике усугубления кризисных явлений в экономике организации.

**Случай 4.4. Траектория развития на плоскости Тв – Тча в течение периода анализа полностью находится в секторе IV.** Финансирование роста продаж осуществляется при дефиците собственных источников. Уровня рентабельности недостаточно для покрытия бремени использования заёмных источников финансирования оборота. Происходит деградация акционерного капитала. Политика (при её наличии) может оказаться эффективной в случае, когда существуют определенные перспективы достижения уровня прибыльности, вероятнее всего, за счет эффекта масштаба, достаточного для погашения кредиторской задолженности в будущем.

Исследование траекторий среднесрочной динамики развития экономических субъектов позволяет выделить ряд характерных долгосрочных стратегий их развития.

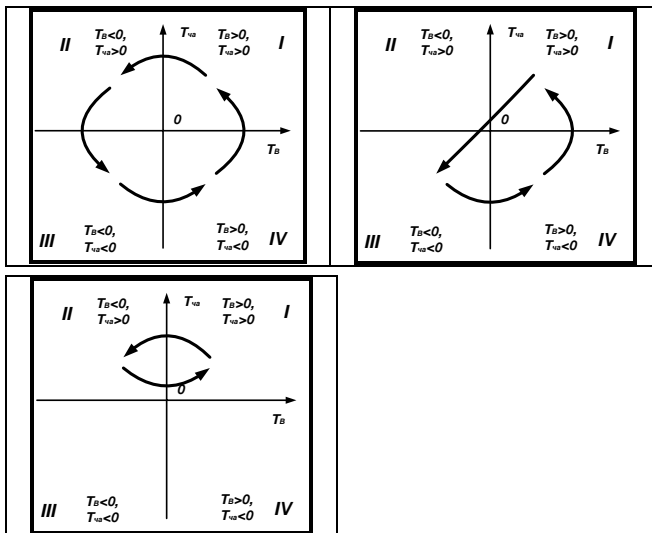
## 4. ХАРАКТЕРНЫЕ ДОЛГОСРОЧНЫЕ СТРАТЕГИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

Характерными долгосрочными стратегиями развития экономических субъектов являются инвестиционные, антикризисные и кризисные.

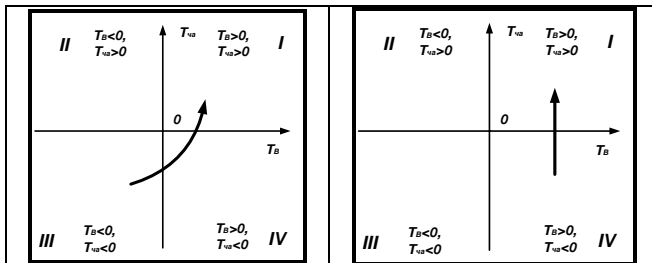
Нижеследующие инвестиционные стратегии:

- траектория **1-2-3-4-1** – характеризуются движением от завершения жизненного цикла продуктовых линий, через формирование привлеченных источников финансирования инвестиций, пополнение источников финансирования инвестиций за счет заёмных средств и вплоть до завершения инвестиционной фазы проектного цикла, освоения рынков и наращивания продаж при финансировании из заёмных источников и недостаточности массы прибыли, до наращивания продаж при достижении достаточной рентабельности и возможности погашения займов, то есть в соответствии с траекторией, построенной по годовой бухгалтерской отчетности, за период до 5 лет;
- аналогично инвестиционные стратегии, но из собственных источников, характеризуются траекториями типа **1-2-1** – завершение жизненного цикла продуктовых линий, формирование привлеченных источников финансирования инвестиций и завершение инвестиционной фазы проектного цикла, освоение рынков и наращивание продаж за счёт собственных источников финансирования, до 3 лет, либо вследствие конъюнктурных колебаний;

## Инвестиционные стратегии



## Антикризисные стратегии



## Кризисные стратегии

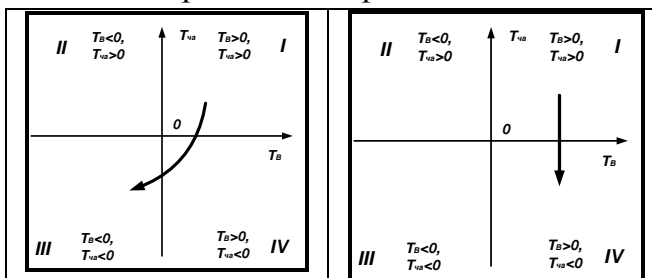


Рис. 3. Типичные инвестиционные, антикризисные и кризисные стратегии и политики экономических субъектов

- инвестиционные стратегии из собственных и привлеченных источников 1-3-4-1 – завершение жизненного цикла продуктовых линий, пополнение источников финансирования инвестиций за счет заёмных средств и завершение инвестиционной фазы проектного цикла, освоение рынков и наращивание продаж при финансировании из заёмных источников и недостаточности массы прибыли, наращивание продаж при достижении достаточной рентабельности и возможности погашения займов до 4 лет.

Типичные антикризисные стратегии и политики реализуются траекториями 3-4-1 и 4-1; типичные кризисные стратегии – траекториями 1-4-3, 1-4 и 4-3 (рис. 3). Причем траектория 1-4 имеет особую «популярность» среди экономических субъектов, «накачивающих» рост продаж исключительно из привлеченных источников финансирования, без соответствующих условий на размер рентабельности, определяющий покрытие расходов по обслуживанию привлеченных средств, то есть в наличии экс-

тенсивный рост в основном за счет кредитного<sup>9</sup> фактора. Иными словами, нарушается условие положительности дифференциала финансового рычага, для выполнения которого необходимо превышение экономической рентабельностью средней расчетной ставки процента по обслуживанию источников финансирования.

## 5. ПРИМЕРЫ ОТКЛИКА ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НА ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ СТРАТЕГИЙ И ТАКТИК ВЕДЕНИЯ ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НЕКОТОРЫМИ ЭКОНОМИЧЕСКИМИ СУБЪЕКТАМИ РОСТОВСКОЙ ОБЛАСТИ

Для оценки стратегий и тактик проанализирована бухгалтерская отчетность некоторых экономических субъектов Ростовской области, опубликованная через средства раскрытия информации ФКЦБ России (сервер [demo.disclosure.ru](http://demo.disclosure.ru)), периодом формирования 1998-2001 гг.<sup>10</sup> Перечень организаций, а также показатели, использованные в расчете экономические и финансовые показатели сгруппированы в табл. 1.

Из выборки организаций металлургии только ОАО «Тагмет», входящий в «Топ 200» (двести крупнейших организаций России), демонстрирует стабильный рост одновременно и продаж, и чистых активов, его стратегия в этот временной промежуток, таким образом, может быть оценена как эффективная.

ОАО «БКМПО» в течение 1998-2001 гг. «сползло» к кредитной схеме финансирования роста продаж, а ОАО «СТАКС» пользовалось этой схемой финансирования в течение всего периода 1998-2001 гг. Очевидно, стратегия этих организаций не направлена (или не может быть ориентирована) на воспроизводство производственного потенциала. Последствиями эксплуатации такой стратегии могут стать несостоятельность при конъюнктурном спаде на целевых рынках сбыта в кратко- и среднесрочной перспективе и невозможность восстановления производственного потенциала вследствие физического износа активной части основных средств производства.

Аналогично этим двум организациям металлургии, ОАО «Ростсельмаш» наращивало объемы продаж за счет кредитного фактора при ограничении рентабельности продаж настолько, что общая убыточность оказалась непреодолимой, а по состоянию на 01.01.2002 г. чистые активы утрачены полностью<sup>11</sup>. Имеющаяся общедоступная информация указывает на то, что нарастание чистых пассивов продолжилось и в 2002 г.

<sup>9</sup> Для этой ситуации безразлично, кредитуются ли экономический субъект в коммерческом банке, накапливает фискальную задолженность или задолженность перед поставщиками и подрядчиками.

<sup>10</sup> К нашему великому сожалению, бухгалтерская отчетность за 2002 г. большинства экономических субъектов из выборки по состоянию на 01.07.2003 г. на указанном сайте в бесплатном доступе не размещена.

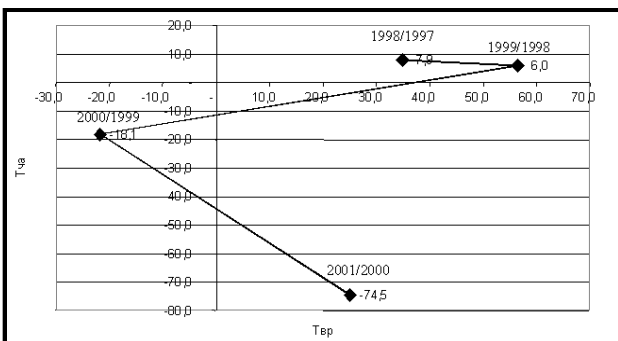
<sup>11</sup> На рис. 4 темп утраты чистых активов за 2001 г. к 2000 г. для наглядности принят равным 100%.

Таблица 1

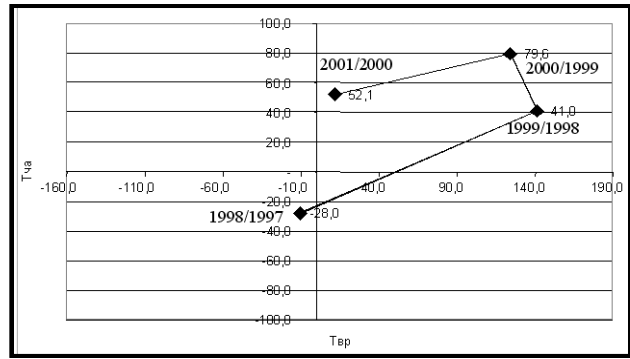
ПОКАЗАТЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

Организации	01.01.98	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02
<b>Чистые активы (ЧА)</b>					
"Роствертол", ОАО	480 801	768 819	715 693	799 308	1 070 662
"Ростсель-маш", ОАО	1 033 329	653 189	262 752	8 155	-(311 324)
"БКМПО", ОАО	414 088	446 982	473 606	387 668	98 882
"Сулинский металлургический завод "СТАКС", ОАО	Нет данных	359 167	260 341	70 210	58 140
"Таганрогский металлургический завод "ТАГМЕТ", ОАО	1 681 117	1 210 477	1 706 896	3 066 083	4 663 356
"Ростовоблгаз", ОАО	384 974	348 682	359 990	378 734	397 261
"Ростовэнерго", ОАО	7 531 086	7 335 522	7 403 231	7 586 496	7 626 711
<b>Выручка от продаж (ВР)</b>					
"Роствертол", ОАО	164 242	460 071	1 272 085	1 458 432	5 169 192
"Ростсель-маш", ОАО	752 095	443 356	761 773	1 681 011	2 526 291
"БКМПО", ОАО	506 192	682 663	1 067 943	835 238	1 044 339
"Сулинский металлургический завод "СТАКС", ОАО	нет данных	162 542	168 624	446 364	779 316
"Таганрогский металлургический завод "ТАГМЕТ", ОАО	988 100	883 324	2 129 679	4 772 049	5 330 952
"Ростовоблгаз", ОАО	245 058	283 285	325 130	451 350	627 204
"Ростовэнерго", ОАО	3 403 161	3 194 970	3 678 571	4 954 235	6 708 134

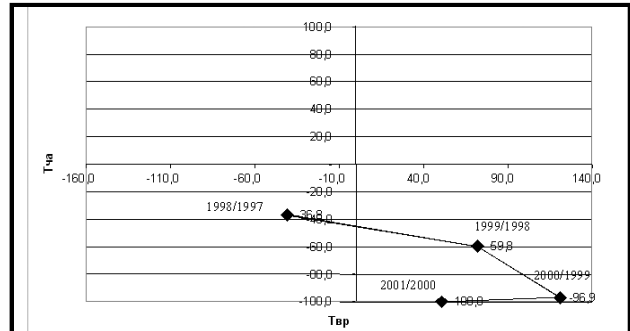
Иным образом оценивается стратегия другого представителя выборки организаций машиностроения – ОАО «Роствертол». Только лишь по результатам 1999 г. в сравнении с 1998 г. темп прироста чистых активов был отрицательным и составил –6,9%. В целом стратегия в терминах настоящей работы может быть признана эффективной, а развитие организации – сбалансированным ростом.



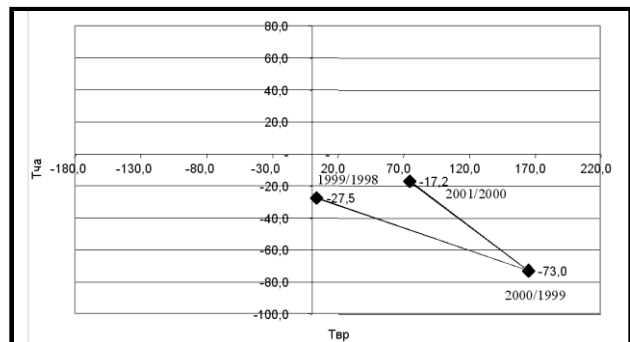
ОАО «Белокалитвинское металлургическое производственное объединение», цветная металлургия



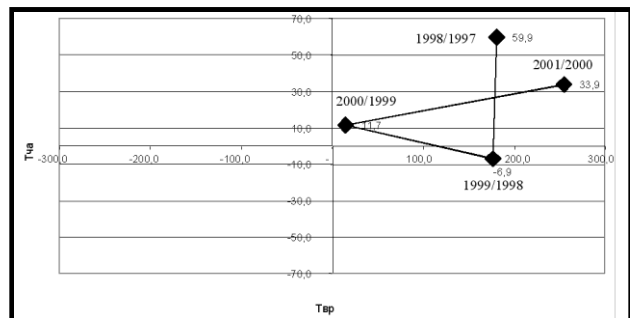
ОАО «Таганрогский металлургический завод «ТАГМЕТ», черная металлургия



ОАО «Ростсельмаш», машиностроение

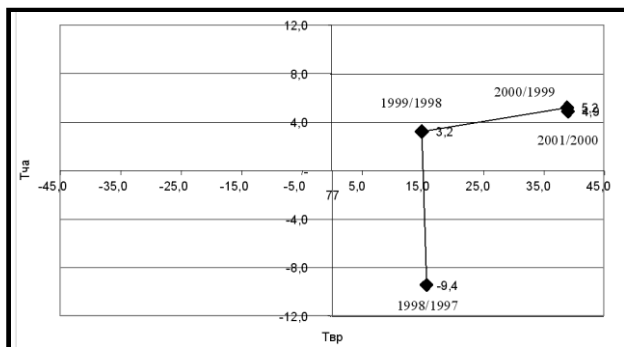


ОАО «Сулинский металлургический завод «СТАКС», черная металлургия

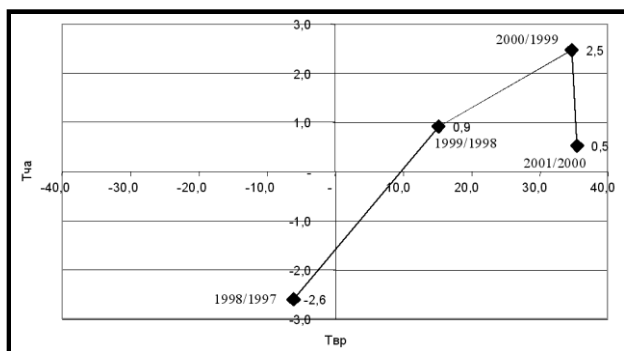


ОАО «Роствертол», машиностроение





ОАО «Ростовоблгаз», газовое хозяйство



ОАО «Ростовэнерго», электрохозяйство

**Рис. 4. Примеры отклика экономических показателей на осуществление стратегий и тактик ведения финансово-хозяйственной деятельности**

Государственная политика в области регулирования цен на продукцию и услуги естественных монополий за 1999-2001 гг., а также ускорение денежного оборота благодаря финансовому кризису августа 1998 г. принесли облегчение и предприятию газового хозяйства ОАО «Ростовоблгаз», и предприятию электроснабжения ОАО «Ростовэнерго», которые воспользовались представившимися возможностями, сбалансировали свое развитие и в 1999-2000 гг. демонстрируют сбалансированный рост.

Не возникает сомнений в том, что все выводы и заключения об эффективности (неэффективности) стратегий и политики рассмотренной выборки организаций Ростовской области, сделанные на основании публичной бухгалтерской отчетности, могут быть углублены и расширены, если у финансового аналитика существует возможность более детального анализа отчетности и доступ ко всей учётной и статистической информации. Сделанные выводы являются мнением авторов и не могут рассматриваться иным образом, кроме как в целях опробования предложенного инструмента оценки стратегий и для установления качества экономического развития.

## Выводы

### Выводы

В рассмотренной работе предложен инструментальный подход оценки эффективности стратегий, основанный на сопоставлении динамики абсолютных финансовых и экономических показателей – выручки от продаж и величины чистых активов. Сформулированный подход может применяться для мониторинга эффективности стратегий и политики экономических субъектов, для оценки инвестиционной привлекательности, для прогноза наступления несостоятельности и для выявления факторов несостоятельности.

Предлагаемая визуализация в виде траекторий на плоскости «Темп прироста выручки от продаж – Темп прироста чистых активов» позволяет с минимальными затратами времени лицу, принимающему решения, ознакомиться с деловой ситуацией, сложившейся вокруг отдельных организаций и их групп в различных разрезах.

По откликам на принимаемые решения показателей выручки от продаж и величины чистых активов разработаны шаблоны стратегий и политики экономических субъектов, которые снабжены доступной визуализацией результатов. Особое внимание уделено политике роста продаж в ущерб интересам акционеров, что объясняется утратой чистых активов.

*Альгин Валентин Анатольевич,  
Козлов Алексей Александрович,  
Локтионов Дмитрий Анатольевич*