

3.4. ФИНАНСОВЫЙ ПОТЕНЦИАЛ КАК КРИТЕРИЙ ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ ФИНАНСОВОГО ОЗДОРОВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Кайгородов А.Г., д.э.н., профессор кафедры экономики и финансов

Хомякова А.А., старший преподаватель кафедры экономики и финансов

Ивановский государственный химико-технологический университет

В статье рассматривается методика оценки целесообразности финансового оздоровления кризисного предприятия. В основу предлагаемой методики положены оценка величины и степени использования финансового потенциала, который определяется как максимально возможная стоимость всех ресурсов предприятия при условии их функционирования в рамках определенной организационной структуры. В качестве оценочного критерия финансового потенциала предприятия предлагается использовать величину его рыночной стоимости, рассчитанную на основе принципа наилучшего и наиболее эффективного использования.

Любой хозяйствующий субъект в условиях рыночной экономики при определенных обстоятельствах может оказаться в кризисном финансовом состоянии. Причины такого положения связаны как с отрицательным влиянием внешней среды на функционирование предприятия, так и с недостатками управления его финансово-хозяйственной деятельностью. Кроме того, проходя различные стадии своего жизненного цикла, предприятие подвергается действию различного рода негативных факторов, природа которых обусловлена особенностями этапа развития этого объекта. Действие факторов, обуславливающих кризисное состояние предприятия, характеризуется своеобразным синергетическим эффектом, вследствие которого появление кризисной ситуации в одной сфере деятельности предприятия провоцирует развитие кризиса в другой.

Множественность кризисоформирующих факторов свидетельствует о необходимости применения специальных методов управления деятельностью предприятия с целью его финансового оздоровления, так как принятие взвешенных и эффективных управленческих решений способно во многом сгладить негативные последствия кризисных явлений. Однако реализация мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия, как правило, требует значительных инвестиционных ресурсов, привлекаемых из внешних источников. С учетом того, что речь идет о предприятии, находящемся в кризисной ситуации, вложение средств в которое сопровождается повышенным финансовым риском, необходим поиск принципиально новых критериев подтверждения целесообразности инвестирования средств в кризисное предприятие с целью реализации программы по его финансовому оздоровлению. Рассмотрим этот вопрос подробнее.

Финансовое оздоровление предприятия с экономической точки зрения подразумевает погашение задолженности, генерирующей угрозу инициирования процедуры банкротства, и реализацию определенных мероприятий, обеспечивающих долгосрочную финансовую состоятельность предприятия. Очевидно, что достижение этих целей требует наличия у предприятия определенных инвестиционных ресурсов.

Финансовое оздоровление с юридической точки зрения можно рассматривать как одну из процедур банкротства, введенную в практику Федеральным законом «О несостоятельности» [1]. В соответствии со статьей 75 указанного закона арбитражный суд выносит определение о введении процедуры финансового оздоровления, если имеется ходатайство учредителей (участников) должника, собственника имущества должника – унитарного предприятия, уполномоченного государственного органа, а также третьего лица или третьих лиц. Основное условие при этом – предоставление обеспечения исполнения обязательств должника в соответствии с графиком погашения задолженности, размер которого должен превышать величину обязательств, включенных в реестр требований кредиторов на дату судебного заседания, не менее чем на 20%. Так как речь идет о хозяйствующем субъекте, находящемся в кризисной ситуации, логично утверждать, что внутренних финансовых источников для обеспечения соблюдения графика погашения задолженности и реализации мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия будет недостаточно. Таким образом, финансовое оздоровление предприятия объективно связано с необходимостью привлечения инвестиций из внешних источников, а следовательно, возникает вопрос об оценке инвестиционной привлекательности этого предприятия.

В процессе такой оценки традиционные методы оценки инвестиционной привлекательности предприятия использовать нельзя, так как результат в большинстве случаев будет отрицательным. Это объясняется тем, что, как правило, при рассмотрении вопросов оценки инвестиционной привлекательности предприятия основной акцент делается на расчет показателей, характеризующих его финансовое состояние, которое в период кризиса, не может характеризовать предприятие положительно. Отечественными исследователями [2] описаны четыре стадии кризиса предприятия, при этом отмечается, что первая, вторая и третья его стадии составляют содержание кризиса для его собственников, четвертая стадия представляет собой угрозу для кредиторов.

1. Первая, скрытая, стадия кризиса – это падение предельной эффективности капитала, показателей деловой активности, снижение рентабельности и объемов прибыли предприятия, а следовательно, уже на данной стадии оно становится непривлекательным для инвесторов.
2. Вторая стадия кризиса – появление убыточности производства. На этой стадии оценка инвестиционной привлекательности предприятия и эффективности инвестиций дает отрицательный результат.
3. Третья стадия означает практическое отсутствие собственных средств и резервных фондов у предприятия. Это сопряжено со значительным сокращением производства, поскольку существенная часть оборотных средств направляется на погашение убытков и обслуживание возросшей кредиторской задолженности.
4. Четвертая стадия означает состояние острой неплатежеспособности. У предприятия нет возможности профинансировать даже сокращенное воспроизводство и продолжить платежи по предыдущим обязательствам. Возникает реальная угроза сокращения или даже остановки производства, а затем и банкротства.

Традиционная методика оценки эффективности инвестиций также неприемлема в случае вложений в кризисное предприятие, поскольку она ориентирована на инвестиционные проекты, направленные на развитие предприятия, способного приносить прибыль в текущий момент. Для того, чтобы инвестиционный проект с точки зрения инвестора был признан эффективным, необхо-

димо достижение положительного эффекта от реализации проекта, а при сравнении альтернативных инвестиционных проектов предпочтение должно отдаваться проекту с наибольшей величиной эффекта. При всех прочих благоприятных характеристиках проекта он не будет принят к реализации, если не обеспечит:

- возмещение вложенных средств за счет доходов от реализации товаров или услуг в приемлемые сроки;
- получение прибыли, обеспечивающей рентабельность инвестиций не ниже необходимого для предприятия уровня.

Таким образом, предприятие, находящееся в кризисном положении, в большинстве случаев будет непривлекательным для потенциальных инвесторов, принимающих решение с позиций типичной мотивации. Мотивы инвестора, вкладывающего деньги в кризисное предприятие, очевидно, должны отличаться от типичных. В качестве такого инвестора может выступать:

- государство, целью которого может быть сохранение потенциального налогоплательщика и выполнение социальных функций (сохранение рабочих мест, поддержка градообразующих предприятий и т.п.);
- частный инвестор, стратегической целью которого является участие в праве собственности.

Следовательно, последнего будет интересовать не столько кратковременная отдача от отдельного проекта, сколько получение прибыли в длительной перспективе с помощью активов, приобретенных по низкой цене. Низкая стоимость активов предприятия, находящегося в кризисном состоянии, предопределена тем, что условия их реализации отличаются от типично рыночных, а именно: срок экспозиции минимален и круг потенциальных покупателей ограничен. Очевидно, что интерес участия в оздоровлении такого предприятия будет существовать только в том случае, если кризис его обусловлен низким качеством менеджмента, и оно не исчерпало свои возможности, то есть потенциала.

Проблема привлекательности кризисного предприятия для потенциального инвестора тесно связана с вопросом о целесообразности финансового оздоровления такого хозяйствующего субъекта. В нормативных документах содержится достаточно подробное описание подходов к оценке целесообразности финансового оздоровления предприятия, основанных на результатах анализа его финансового состояния. Следует подчеркнуть при этом, что в них анализу финансового положения несостоятельного предприятия – должника отводится важная роль. Так, в соответствии с действующим законодательством о несостоятельности предприятий, целесообразность применения восстановительных или ликвидационных процедур определяется на основе анализа финансовых показателей (рис. 1).

Результаты финансового анализа учитываются уже при введении процедуры наблюдения, что отражено на рис. 1. Наблюдение вводится в том случае, если по результатам этого анализа у предприятия выявляется возможность восстановить свою платежеспособность. По окончании наблюдения возможен переход к финансовому оздоровлению или внешнему управлению, который осуществляется так же с учетом положительных результатов финансового анализа. И даже на этапе конкурсного производства может быть осуществлен возврат к процедуре внешнего управления в том случае, если у конкурсного управляющего появились достаточные основания, подтвержденные данными финансового анализа, полагать, что платежеспособность должника может быть восстановлена.



Рис. 1. Критерии и процедуры банкротства в соответствии с действующим законодательством о несостоятельности

Оценка финансового состояния предприятий базируется на анализе отдельных групп экономических показателей, рассчитываемых на основе фактических данных бухгалтерской отчетности. Недостатками такого подхода к определению способности предприятия восстановить свою платежеспособность и целесообразности введения восстановительных процедур являются:

- игнорирование внутренних резервов, которые могут быть приведены в действие уже в ближайшей перспективе;
- возможность преднамеренного банкротства и распродажи имущества предприятия по ликвидационной стоимости, которая, как правило, является заниженной.

Преднамеренное банкротство в конечном итоге помогает должнику избежать уплаты долгов. Недобросовестная организация при этом выводит все ценные активы в дружественные фирмы. Типичной является следующая схема действий по преднамеренному банкротству. На фоне растущей кредиторской задолженности руководство предприятия принимает решение об учреждении независимой фирмы, которая, как правило, регистрируется на друзей и родственников. С вновь созданной фирмой заключаются договоры на выполнение работ или оказание услуг. После того как у недобросовестного предпринимателя перед данной фирмой накапливается задолженность, в счет нее туда передаются наиболее ценные активы. В связи с этим еще больше увеличивается неплатежеспособность предприятия, и оно объявляется банкротом. К тому времени, как конкурсное производство будет открыто, кредиторы смогут претендовать только на малую часть прежних ценностей, оставшуюся на балансе организации. Преднамеренное банкротство заключается в том, что руководитель (собственник) предприятия умышленно создает и усугубляет ситуацию его неплатежеспособности. Это могут быть:

- распоряжения о внесении ложных сведений в бухгалтерские и иные учетные документы;
- предоставление льготных, в том числе беспроцентных, займов фирмам своих знакомых и родственников;
- осуществление сделок купли-продажи, заключенных на заведомо невыгодных условиях, и т.д.

Все перечисленные действия приводят к ухудшению данных бухгалтерской отчетности предприятия, а следовательно, к отрицательным результатам анализа его финансового состояния, что в свою очередь предопределяет вывод о невозможности восстановления платежеспособности и нецелесообразности оздоровления предприятия. Это создает предпосылки для массового банкротства вполне жизнеспособных предприятий.

Выше уже отмечалось, что оценка целесообразности финансового оздоровления необходима, как правило, в том случае, когда потенциальный инвестор желает приобрести право собственности на предприятие, находящееся в кризисной ситуации. Очевидно, что рационально действующий инвестор будет исходить из желания приобрести максимально привлекательные активы по минимальной цене. Второе условие как раз и обеспечивается кризисным состоянием предприятия. Привлекательность же бизнеса в целом может быть отражена показателями, характеризующими его потенциальные возможности. Рассмотрим последнее более подробно.

Потенциал обычно определяют как средства, запасы, источники, которые имеются в наличии и могут быть мобилизованы для достижения поставленной цели, решения какой-либо задачи в определенной области. Так, в аналитическом справочнике под редакцией Г.Б. Клейнера потенциал предприятия рассматривается как совокупность ресурсов и возможностей предприятия, определяющих перспективы его деятельности при тех или иных сценарных вариантах внешних условий [3]. В научной литературе [4, 5, 6, 7] выделяют различные виды потенциала:

- рыночный;
- управленческий;
- производственный;
- трудовой;
- экологический;
- инвестиционный;
- инновационный;
- информационный;
- финансовый.

Каждый из перечисленных видов потенциала предприятия отражает его возможности в определенной сфере деятельности и оценивается соответствующими показателями (рис.2). Вместе с тем, для выявления целесообразности финансового оздоровления необходимо использовать показатель, формирующийся под влиянием всей совокупности сфер деятельности предприятия. Следовательно, оценить целесообразность финансового оздоровления предприятия возможно только на основе информации, отражающей результирующие показатели деятельности. Из рассмотренных видов потенциала лишь финансовый связан с величиной результирующих показателей, так как увеличение степени использования любого из описанных выше потенциалов предприятия влечет за собой и повышение уровня использования финансового потенциала. Например, реализация инновационных проектов, как правило, ведет к росту выпуска и объема реализации, наращивание объема реализации продукции (при условии снижения себестоимости) повлечет за собой увеличение показателей прибыли, что будет иметь следствием рост финансового потенциала предприятия и степени его использования. Улучшение использования управленческого потенциала также приведет в конечном итоге к аналогичному результату. Такие же цепочки суждений возможно построить и для каждого вида потенциа-

ла, что отражено на рис. 2. Таким образом, оценка целесообразности финансового оздоровления должна быть основана на использовании показателей финансового потенциала предприятия.

В этой связи следует отметить, что научная литература не дает единого подхода к понятию финансового потенциала. Так, П.А. Фомин, М.К. Старовойтов финансовый потенциал промышленного предприятия определяют как отношения, возникающие на предприятии по поводу достижения максимально возможного финансового результата [8]. Приведенное определение, однако, не акцентирует внимание на наличие ресурсов или возможностей предприятия, в то время как понятие «потенциал» должно отражать интегральные способности и возможности системы по достижению желаемого результата.

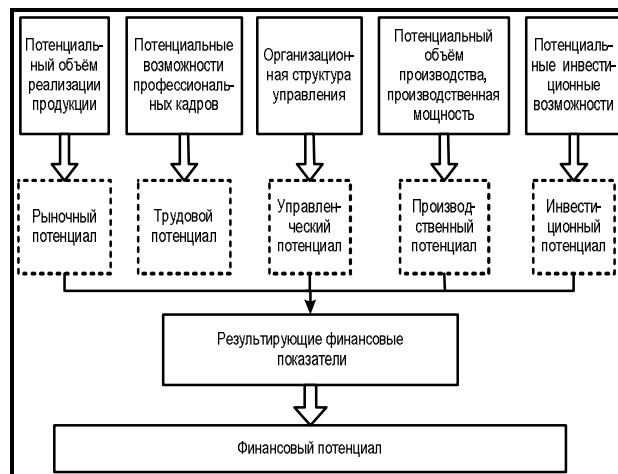


Рис. 2. Взаимосвязь различных видов потенциала предприятия

Т.Н. Толстых и Е.М. Уланова определяют финансовый потенциал предприятия как «...обеспеченность финансовыми ресурсами, необходимыми для нормального функционирования предприятия, целесообразность их размещения и эффективность использования». [9]. Однако и в данном случае предложенное определение не отражает, на наш взгляд, сущность этого потенциала. Обеспеченность предприятия финансовыми ресурсами скорее характеризует финансовое состояние предприятия, его финансовую устойчивость, а не потенциальные возможности в сфере финансов.

Анализ последних публикаций, посвященных проблемам оценки потенциала предприятия [8, 9, 10], показывает, что в качестве критериев оценки финансового потенциала предлагается использовать некоторые финансовые показатели (прибыльности, ликвидности, платежеспособности), а также потенциальные инвестиционные возможности. При этом предлагаемые методики оценки финансового потенциала предполагают расчет финансовых показателей на основании данных бухгалтерской отчетности предприятия. Так, в предложенной Т.Н. Толстых и Е.М. Улановой методике [9] формула для расчета финансового потенциала предприятия выглядит следующим образом:

$$F = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{P_i}{P} k_i}{n}, \tag{1}$$

где F – значение финансового потенциала в баллах;

\bar{P} – среднеотраслевое значение фактора;

P – значение фактора для конкретного предприятия;

n – количество факторов;

K_i – корректирующий коэффициент для i -го фактора, влияющего на уровень финансового потенциала (рентабельность, ликвидность, оборачиваемость, финансовая устойчивость). Корректирующий коэффициент рекомендуется вводить в тех случаях, когда качество информации о различных аспектах деятельности предприятия не является одинаковым.

П.А. Фомин, М.К. Старовойтов [8] предлагают оценивать финансовый потенциал предприятия по следующим критериям:

- по финансовым показателям: экспресс-анализ основных показателей, характеризующих ликвидность, платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия;
- по критерию «возможность привлечения дополнительного капитала»: степень привлекательности предприятия для потенциального инвестора;
- по критерию «наличие эффективной системы управления финансами». Под эффективной системой управления финансами авторами понимаются:
 - во-первых, технология составления скоординированного по всем подразделениям или функциям плана работы организации, базирующегося на комплексном прогнозе изменения внешних и внутренних параметров и полученного посредством расчета экономических и финансовых индикаторов деятельности предприятия;
 - во-вторых, механизмы оперативно-тактического управления, которые обеспечивают решение возникающих проблем и достижение заданных целей (объемов производства, прибыли, инвестиций) с минимальными отклонениями. Данный вид оценки осуществляется экспертным путем.

Указанные методики оценки финансового потенциала предполагают экспертную оценку значений рассчитанных показателей с присвоением определенного количества баллов, на основе суммарного значения которых определяется лишь качественная характеристика уровня использования финансового потенциала предприятия. Так, Самарская Н.А. [10] предлагает давать экспертную оценку с учетом следующей шкалы:

- потенциальные возможности вообще не используются – 2 балла;
- потенциальные возможности используются на минимальном уровне – 4 балла;
- потенциальные возможности используются на среднем уровне – 6 баллов;
- потенциальные возможности используются чуть выше среднего уровня – 8 баллов;
- потенциальные возможности используются полностью – 10 баллов.

Основным недостатком изложенных методик является, то, что они позволяют получить только качественную оценку уровня использования потенциала предприятия, в то время как вопрос определения величины самого потенциала остается открытым. Особо подчеркнем, что оценка финансового потенциала предприятия, как в целях ее использования в судебной практике по делам о несостоятельности, так и вне судебных процедур, должна быть выполнена максимально объективно, поскольку результатом такой оценки является решение о целесообразности финансового оздоровления того или иного предприятия. В этой связи использование лишь качественной оценки финансового потенциала на осно-

ве экспертных методов в целях настоящего исследования недопустимо.

На наш взгляд, определение финансового потенциала должно учитывать экономическое содержание финансов. Финансы как экономическая категория опосредуют денежные отношения в процессе движения финансовых ресурсов, образования и расходования доходов предприятия. Необходимо также принимать во внимание, что деятельность предприятия по извлечению прибыли опосредует не только денежные средства, но и другие ресурсы в виде оборотных и внеоборотных активов. Денежная оценка всех ресурсов предприятия выражается категорией стоимости. Кроме того, функционирование всех ресурсов предприятия происходит в рамках определенной системы, а как известно, свойства любой системы определяются способами взаимосвязи ее элементов, то есть структурой. Отсюда следует, что финансовый потенциал предприятия можно определить как максимально возможную стоимость всех ресурсов предприятия, при условии их функционирования в рамках определенной организационной структуры.

В соответствии с предложенным определением финансового потенциала оценочным критерием является стоимость предприятия или стоимость бизнеса. Необходимо подчеркнуть, что в целях настоящего исследования правомерно отождествление понятий «стоимость ресурсов предприятия» и «стоимость бизнеса». При оценке бизнеса объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия. В состав имущественного комплекса предприятия входят все виды имущества, предназначенные для осуществления хозяйственной деятельности и получения прибыли. Поэтому при оценке бизнеса оценщик оценивает совокупность ресурсов предприятия, функционирующих в рамках определенной организационной структуры.

Очевидно, что инвесторам важно, как увеличивается «цена» бизнеса, т.е. стоимость приходящейся на них доли в конкретном предприятии. Использование стоимости предприятия в качестве критерия оценки финансового потенциала имеет ряд преимуществ перед другими критериями, а именно:

- максимизация стоимости компании является главной целью стратегического управления, что соответствует целевой установке максимально полного использования финансового потенциала предприятия;
- стоимость в качестве критерия оценки финансового потенциала в наибольшей степени связана с денежным потоком, который генерирует компания;
- именно создаваемая стоимость в долгосрочной перспективе является наилучшим критерием оптимальности принимаемых управленческих решений, а следовательно, применение стоимости в качестве оценочного критерия финансового потенциала позволяет наиболее достоверно оценивать и уровень его использования;
- стоимость предприятия является наиболее общим (результатирующим) показателем, ни один другой индикатор не является столь полным и всеобъемлющим, как стоимость. Это соответствует утверждению о том, что финансовый потенциал формируется при участии всех прочих видов потенциала, а следовательно, и оцениваться он должен на основе показателя, являющегося функцией максимально возможного количества факторов.

В процессе оценки бизнеса используются различные виды стоимости (рис. 3). Применительно к неплатежеспособным предприятиям, как правило, используют ли-

квизационную стоимость. Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной распродаже его активов [11]. Учитывая приведенное определение можно, утверждать, что ликвидационная стоимость не отражает финансового потенциала предприятия, так как стоимость бизнеса, рассчитанная в целях оценки потенциала предприятия, должна отражать максимальную оценку его ресурсов, тогда как ликвидационная стоимость, напротив, отражает их минимальную стоимость.



Рис. 3 Виды стоимости предприятия, используемые в оценочной деятельности

Очевидно, что финансовый потенциал предприятия должен оцениваться исходя из величины максимально возможной его стоимости. На основе прогнозируемых величин финансовых результатов деятельности предприятия формируются такие виды его стоимости, как рыночная и инвестиционная. Однако инвестиционная стоимость предполагает оценку стоимости нового или обновляемого предприятия с точки зрения определенного инвестора и рассчитывается на основе индивидуальных требований к отдаче инвестиций. Поэтому величина инвестиционной стоимости бизнеса в большей степени определяется субъективными требованиями к

доходности, которые учитываются в величине нормы дисконта или коэффициента капитализации. Финансовый же потенциал предприятия должен характеризоваться объективным показателем, формирующимся под влиянием реальных экономических условий, а не субъективных предпочтений потенциального инвестора.

Следовательно, в качестве оценочного показателя финансового потенциала предприятия необходимо использовать рыночную стоимость предприятия. Рыночная стоимость бизнеса является объективной величиной, не зависящей от желания отдельных участников рынка, и отражает реальные экономические возможности предприятия, поскольку определяется на основе денежных потоков, генерируемых бизнесом. При этом важно подчеркнуть, что для оценки финансового потенциала предприятия его рыночная стоимость должна быть рассчитана с учетом принципа наилучшего и наиболее эффективного использования. Данный принцип означает, что расчет величины денежного потока, лежащего в основе оценки рыночной стоимости, производится исходя из того варианта возможного и разумного использования ресурсов предприятия, который обеспечивает его максимальную стоимость. Отметим в то же время, что наилучшее и наиболее эффективное использование ресурсов предприятия учитывает лишь их существующий состав и не подразумевает реализацию инвестиционных проектов, приводящих к добавлению новых ресурсов и, следовательно, к увеличению его потенциала.

Таким образом, рыночная стоимость предприятия, рассчитанная на основе принципа наилучшего и наиболее эффективного использования, отражает величину финансового потенциал предприятия, а стоимостью его при существующем использовании характеризует уровень реализации этого потенциала и, следовательно, имеющиеся финансовые резервы.

Далее перейдем к вопросу применения финансового потенциала в оценке целесообразности финансового оздоровления предприятия. Эта оценка может преследовать две цели: показать целесообразность приобретения права собственности на экономически привлекательные активы по минимальной цене, либо обосновать приоритет восстановительных процедур перед ликвидационными в процессе банкротства предприятия. И в том, и в другом случае вывод о целесообразности финансового оздоровления можно получить, оценив перспективный уровень использования финансового потенциала предприятия, который возможно достичь в результате его финансового оздоровления, и величину затрат на реализацию тактических и стратегических мероприятий по финансовому оздоровлению. Очевидно, что инвестор заинтересован в том, чтобы величина затрат на оздоровление предприятия не превышала разницы между его текущей ценой (то есть стоимостью при существующем использовании) и финансовым потенциалом, отражающим максимальную стоимость предприятия.

Предлагаемая нами методика оценки целесообразности финансового оздоровления предприятия подразумевает выполнение следующих блоков действий.

1. Разработка комплекса мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия. На данном этапе необходимо разделить ситуации следующих типов:
 - если кризисное состояние предприятия обусловлено преимущественно недостатками менеджмента, то, как правило, план финансового оздоровления должен включать мероприятия, не требующие дополнительных инвестиций в расширение деятельности.

Вследствие этого, финансовое оздоровление по своему содержанию будет способствовать приближению к варианту наилучшего и наиболее эффективного использования имеющихся ресурсов предприятия;

- если причины кризиса кроются в основном в несоответствии ресурсной базы предприятия современным требованиям рынка, то финансовое оздоровление должно включать осуществление инвестиционных проектов. В данной ситуации мероприятия по финансовому оздоровлению можно условно разделить на два блока:
 - реализация варианта, способствующего лучшему и более эффективному использованию имеющихся ресурсов предприятия;
 - осуществление инвестиционного проекта, увеличивающего эти ресурсы.
- 2. Оценка величины вклада (F) в реализацию финансового оздоровления предприятия. Размер вклада равен величине затрат на мероприятия по финансовому оздоровлению предприятия в части соответствующей варианту лучшего и более эффективного использования ресурсов предприятия.
- 3. Оценка финансового потенциала предприятия ($C_{потенц.}$). Финансовый потенциал определяется величиной рыночной стоимости предприятия, рассчитанной на основе принципа наилучшего и наиболее эффективного использования ресурсов. Так как программа финансового оздоровления должна реализовать лучший вариант использования ресурсов, то финансовый потенциал будет соответствовать рыночной стоимости бизнеса, ожидаемой в результате финансового оздоровления. Необходимо отметить, что при

финансовом оздоровлении по типу b , доходы, полученные от реализации инвестиционного проекта, необходимо учитывать отдельно, так как в этом случае может наблюдаться увеличение финансового потенциала предприятия.

4. Оценка текущей стоимости предприятия ($C_{тек}$). Текущая стоимость предприятия отражает существующий уровень использования финансового потенциала и соответствует цене бизнеса в настоящий момент.
5. Принятие решения о целесообразности финансового оздоровления предприятия на основе сравнения разности между финансовым потенциалом и уровнем его использования, с одной стороны, и величины вклада, с другой.

Таким образом, целесообразность финансового оздоровления предприятия необходимо оценивать, используя следующую формулу:

$$C_{потенц} - C_{тек} > F, \tag{2}$$

где $C_{потенц}$ – величина финансового потенциала (потенциальная рыночная стоимость предприятия);

$C_{тек}$ – текущая стоимость предприятия;

F – величина вклада в реализацию мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия.

Разнообразие формул расчета критерия оценки целесообразности финансового оздоровления предприятия можно представить в виде матрицы следующего вида (табл. 1).

Таблица 1

ОЦЕНКА ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ ФИНАНСОВОГО ОЗДОРОВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Показатель	Финансовое оздоровление соответствует варианту наилучшего и наиболее эффективного использования имеющихся ресурсов	Финансовое оздоровление подразумевает необходимость реализации инвестиционных проектов	Примечания
1	2	3	4
Финансовый потенциал	$C_{потенц} = \sum \frac{ДП_i}{(1+r)^i} + \frac{ДП_{осм}}{r-g}$	$C_{потенц} = \sum \frac{ДП_i}{(1+r)^i} + \frac{ДП_{осм}}{r-g}$	где: $ДП_i$ – денежный поток в i -ом году; $ДП_{осм}$ – денежный поток в первый год постпрогнозного периода; r – ставка дисконтирования; g – ожидаемые долгосрочные среднегодовые темпы роста доходов в постпрогнозный период. Рассчитывается на основе денежных потоков, соответствующих варианту наилучшего и наиболее эффективного использования ресурсов
Прирост финансового потенциала в результате оздоровления	-	$C_{доп} = \sum_{j=1}^n NPV_j ;$ $NPV = \sum_{t=1}^n \frac{ДП_{доп t}}{(1+r)^t}$	где: $ДП_{доп t}$ – денежный поток по инвестиционному проекту в году t с учетом величины инвестиций; r – ставка дисконтирования. Показатель рассчитывается в том случае, если программа финансового оздоровления предприятия подразумевает реализацию инвестиционных проектов, увеличивающих его стоимость
Уровень использования финансового потенциала	$C_{тек} = \frac{I}{R} + C_{ликв}^{np},$ либо модель Блэка-Шоулза	$C_{тек} = \frac{I}{R} + C_{ликв}^{np},$ либо модель Блэка-Шоулза	где I – периодический доход; R – коэффициент капитализации; $C_{ликв}^{np}$ – ликвидационная стоимость прочих (неиспользуемых) активов. Показатель рассчитывается на основе денежных потоков, генерируемых бизнесом при отсутствии усилий по его финансовому оздоровлению
Вклад в оздоровление предприятия	$F = F_{фо}^{макт} + F_{фо}^{страт}$	$F = F_{фо}^{макт} + F_{фо}^{страт} + F_{доп}$	где $F_{фо}^{макт}$ – величина затрат на реализацию тактических мероприятий по финансовому оздоровлению; $F_{фо}^{страт}$ – величина затрат на реализацию стратегических мероприятий по финансовому оздоровлению; $F_{доп}$ – величина затрат на реализацию дополнительных инвестиционных проектов
Критерий целесообразности финансового оздоровления предприятия	$C_{потенц} - C_{тек} > F$	$(C_{потенц} + C_{доп}) - C_{тек} > F$	-

Для оценки финансового потенциала предприятия, на наш взгляд, необходимо использовать метод дисконтирования денежных потоков, поскольку данный метод ориентирован на определение стоимости бизнеса, доход от которого в будущем (то есть при наилучшем использовании ресурсов) может существенно отличаться от текущего (при существующем уровне использования ресурсов), что и является целью финансового оздоровления предприятия. Кроме того, расчет рыночной стоимости бизнеса в целях оценки его финансового потенциала по своей методологии схож с оценкой эффективности инвестиционного проекта, которая осуществляется с использованием метода дисконтирования денежных потоков.

Текущая стоимость предприятия может быть оценена на основе положений концепции оценки предприятия как действующего [12]. Понятие стоимости предприятия как действующего включает в себя оценку функционирующего предприятия. В соответствии с данной концепцией текущая стоимость предприятия является не рыночной стоимостью, а стоимостью в использовании. Невозможность использования рыночной стоимости для оценки предприятия как действующего обусловлена тем, что принцип наилучшего и наиболее эффективного использования, лежащий в основе расчета рыночной стоимости, применять нельзя. Стоимость в использовании (потребительная стоимость) определяется без учета наиболее эффективного использования собственности, а следовательно, данный вид стоимости будет тем выше, чем эффективнее конкретный собственник задействовал ресурсы предприятия. В соответствии со стандартами оценки наиболее подходящим подходом для оценки предприятия как действующего является доходный подход: «Стоимость предприятия как действующего выражает стоимость некоторого сложившегося бизнеса и выводится путем капитализации его прибыли» [13].

Однако метод капитализации прибыли для оценки текущей стоимости предприятия можно использовать только в той ситуации, когда предприятие получает прибыль. В том случае, если предприятие по итогам года имеет убыток, возможным способом оценки текущей стоимости бизнеса является использование модели оценки реальных опционов. Среди российских аналитиков в сфере оценки бизнеса при использовании модели оценки реальных опционов наибольшей популярностью пользуется формула Блэка – Шоулза. Формула Блэка – Шоулза выглядит следующим образом:

$$Vc = P [N(d1)] - e^{-rt} E [N(d2)], \quad (3)$$

где

Vc – цена опциона;

P – текущий курс акций;

r – безрисковая процентная ставка, начисляемая по формуле сложного процента;

t – число лет до даты закрытия;

E – цена исполнения;

e – 2,71828... является константой;

$N(di)$ – вероятность того, что значение нормально распределенной переменной меньше или равно di ($i = 1, 2$):

$$d1 = (\ln(P/E) + rt + \sigma^2 t/2) / \sigma t;$$

$$d2 = (\ln(P/E) + rt + \sigma^2 t/2) / \sigma t - \sigma t, \quad (4)$$

где

σ^2 – дисперсия ставки годовой доходности акций по формуле сложных процентов;

константа e – база логарифма.

Применение данной формулы для оценки бизнеса основано на допущении, что под ценой актива понимается текущая стоимость активов оцениваемой компании, а под стоимостью исполнения опциона – номинальная стоимость долга. Таким образом, для оценки стоимости компании по формуле Блэка – Шоулза, как правило, предлагается вместо текущего курса акций подставлять балансовую стоимость активов компании, скорректированную на величину наименее ликвидных активов [14]. Номинальная стоимость долга приравнивается к сумме долгосрочной и краткосрочной задолженности из пассива баланса. Среднее квадратическое отклонение, отражающее колебания доходности актива, в данном случае должно характеризовать риски оцениваемого бизнеса. Для использования этого элемента формулы возможно учитывать данные о колебаниях доходности российских предприятий, торгующихся на РТС с соответствующими корректировками, либо данные о колебаниях стоимости активов самого оцениваемого предприятия за определенный период в прошлом.

Величина вклада (F) определяется затратами на осуществление программы финансового оздоровления предприятия, которая по своему содержанию направлена на реализацию варианта наилучшего и наиболее эффективного использования существующих ресурсов предприятия. Однако, как отмечалось ранее, в ходе финансового оздоровления предприятия возможна ситуация, при которой необходима реализации инвестиционных проектов. В таком случае величина затрат на реализацию подобного проекта должна быть учтена отдельно. Кроме того, необходимо разделение денежного потока, получаемого в ходе финансового оздоровления, на две составляющие:

- первая – это поток, генерируемый действующим бизнесом компании без учета реализации новых инвестиционных проектов;
- вторая – поток, генерируемый перспективными проектами компании в будущем.

Дополнительная стоимость предприятия, связанная с реализацией новых инвестиционных проектов, то есть прирост финансового потенциала, соответствует величине NPV реализуемых проектов.

Таким образом, методика оценки целесообразности финансового оздоровления предприятия, по нашему мнению, должна включать определение рыночной стоимости бизнеса, характеризующей финансовый потенциал предприятия, оценку текущей стоимости предприятия и расчет величины вклада, необходимого для реализации программы финансового оздоровления предприятия. Основные процедуры предлагаемой методики могут быть представлены в виде алгоритма (рис. 4).

Таким образом, в качестве обоснования целесообразности инвестиций в финансовое оздоровление предприятия возможно использовать потенциальный прирост стоимости предприятия. При этом необходимо доказать, что отдача от вложений в кризисное предприятие превышает прирост долга. Иначе говоря, сумма, на которую увеличивается текущая стоимость предприятия в процессе его финансового оздоровления, должна превышать величину вклада в мероприятия по финансовому оздоровлению. Финансовый потенциал характеризуется максимально возможной стоимостью бизнеса, к которой необходимо приблизиться в процессе его финансового оздоровления. Следовательно, отдачу от финансового оздоровления можно определить как разность между величиной финансового потенциала

и величиной текущей стоимости предприятия, а оценка целесообразности финансового оздоровления предприятия может быть проведена на основе сравнения величины такой отдачи и величины вклада в мероприятие по финансовому оздоровлению.

На наш взгляд, использование предложенных критерия и методики оценки целесообразности финансового оздоровления предприятия позволит в значительной степени формализовать процедуру принятия решения о привлекательности инвестиций в оздоровление кризисного предприятия. Кроме того, представляется возможным применение названного критерия в процедурах банкротства предприятий-должников, например, при решении вопроса о необходимости использования восстановительных либо ликвидационных процедур. Дополнение традиционных показателей финансового анализа деятельности предприятия оценкой финансового потенциала и степени его использования позволит предотвратить или же затруднит осуществление преднамеренного банкротства хозяйствующих субъектов, так как расчет предлагаемых показателей поможет доказать целесообразность применения не ликвидационных, а восстановительных процедур.

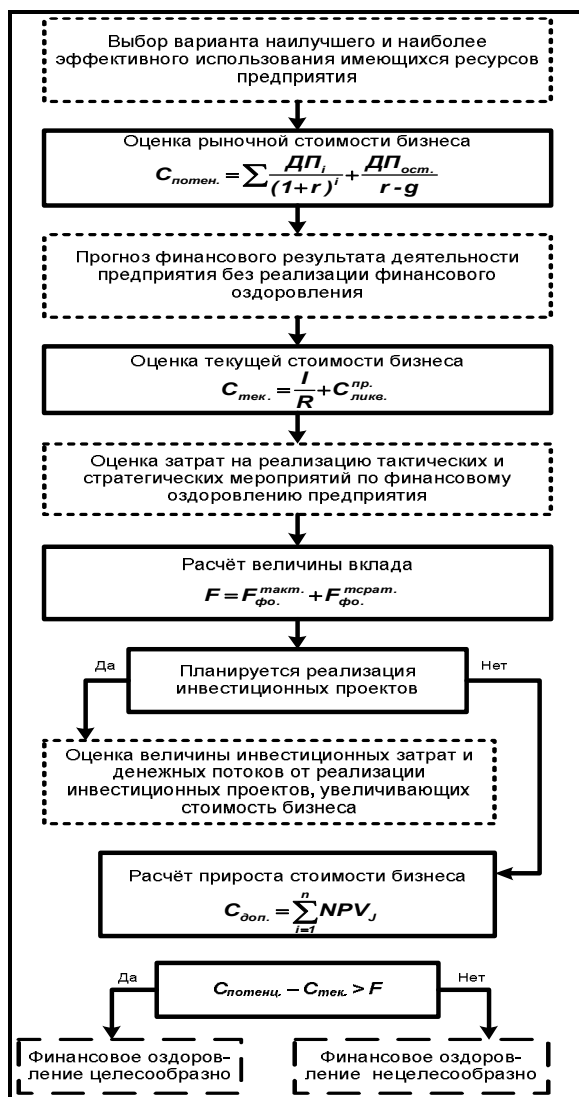


Рис.4. Алгоритм оценки целесообразности финансового оздоровления предприятия

Литература

1. Федеральный Закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10. 2002 г. № 127 – ФЗ
2. Тренков Е.М., Дведенидова С.А. Диагностика в антикризисном управлении // Менеджмент в России и за рубежом, 2000. №1.
3. Стратегии бизнеса: аналитический справочник / под ред. Г.Б. Клейнера. – М.: КОНСЭКО, 1998 г.
4. Становский Р.Л. Использование производственного потенциала объединения – Л.: ЛДНТП, 1989.
5. Попов Е., Ханжина В. Структура рыночного потенциала предприятия // Проблемы теории и практики управления. – 2001. № 6.
6. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия. – М.: Перспектива, 1997.
7. Адрианов В.Д. Россия: экономический и инвестиционный потенциал. – М.: Экономика, 1999.
8. Фомин П.А., Старовойтов М.К. Практический инструментальный организации управления промышленным предприятием. Монография. М.: Высшая школа, 2002 г.
9. Толстых Т.Н., Уланова Е.М. Проблемы оценки экономического потенциала предприятия: финансовый потенциал // Вопросы оценки 2004. №4.
10. Самарская Н.А. Определение интегрального потенциала предприятия при антикризисном управлении // Человек и общество на рубеже тысячелетий: Межд. сборник научных трудов / под ред. О.И. Кирикова. – вып.19. – Воронеж: ВГПУ, 2003.
11. Пратт Ш. Оценка бизнеса: анализ и оценка компаний закрытого типа. – М.: Дело, 1995
12. Оценка на основе концепции действующего предприятия. Руководство по применению и исполнению №1. Стандарты МКСОИ.
13. Постановление Госстандарта РФ от 18.08.98 г. № 328. Государственный стандарт РФ. Единая система оценки имущества. Термины и определения. ГОСТ Р51195.0.01-98.
14. Федотова М.А., Тазикина Т.В. Современные модели и методы оценки стоимости бизнеса // Аудиторские ведомости. 2006. № 1.

Кайгородов Алексей Георгиевич
Хомякова Анна Александровна

РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья посвящена актуальной проблеме теории и практики управления финансово несостоятельными предприятиями. Статья содержит обзор существующих подходов к оценке процедур финансового оздоровления, отмечает их недостатки и раскрывает суть нового подхода авторов, которые предлагают использовать финансовый потенциал в качестве критерия при обосновании целесообразности инвестиций в кризисное предприятие. Представленная работа включает авторское определение финансового потенциала и обоснование целесообразности использования рыночной стоимости предприятия в качестве интегрального показателя его финансового потенциала. Предложенная авторами методика оценки целесообразности финансового оздоровления кризисного предприятия позволяет обосновать привлекательность инвестиций в кризисное предприятие и может быть использована при осуществлении процедур банкротства предприятий-должников для выявления необходимости применения восстановительных либо ликвидационных процедур.

Статья ранее не публиковалась. Содержание статьи соответствует тематике журнала «Аудит и финансовый анализ» и представляет интерес для аудиторов, финансовых аналитиков, арбитражных управляющих, инвесторов, а также специалистов по финансовому менеджменту. В связи с вышеизложенным статья А.А. Хомяковой, А.Г. Кайгородова рекомендуется к изданию в журнале, рекомендованном ВАК Минобрнауки для публикации научных работ, отражающих основное содержание кандидатских диссертаций.

Амосова Н.А., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой финансов и банковского дела Ивановского государственного университета

3.4. FINANCIAL POTENTIAL AS CRITERION OF EXPEDIENCY OF FINANCIAL IMPROVEMENT OF FIRM

A.G. Kajgorodov, Doctor of Science (Economic), the
Professor of Faculty of Economy and the Ffinance
A.A. Homjakova, the High Teacher of Faculty of Economy
and the Finance

Ivanovo State Cchemico-Technological University

The article is described the method of the evaluating of the possibility of the financial recovery. It is taken a principle of the evaluating of the value and the possibility of the using of the financial potential, which is defined as the maximum possible cost of all resources of the enterprise in the limits of the defined structure of an organization. The main criterion of the financial potential is offered the using of the value of the market cost of the enterprise, which is defined on the base of the most effective using.