

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

А. В. Гукова

докт. экон. наук, профессор, директор Института дополнительного образования Волгоградского государственного университета

И. Д. Аникина

докт. экон. наук, доцент, заведующий кафедрой корпоративных финансов и банковской деятельности Волгоградского государственного университета

А. В. Киров

канд. экон. наук, доцент кафедры корпоративных финансов и банковской деятельности Волгоградского государственного университета

ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ОРГАНИЗАЦИИ: МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ И ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Значимым условием перехода российской экономики к инновационному типу развития являются макроэкономическая стабильность и устойчивость. Для успешной адаптации организаций к инновационной экономике важна обеспеченность ресурсами, в том числе финансовыми. Высокотурбулентная внешняя среда повышает требования к качеству управления финансовыми ресурсами организации, актуальным становится внедрение модели финансового управления, обеспечивающей устойчивый рост стоимости бизнеса на основе обеспечения финансовой устойчивости организации.

Определение финансовой устойчивости организаций, выступающих в качестве объектов инвестирования, относится к числу важных проблем в финансовом управлении, так как недостаточная финансовая устойчивость может привести к неплатежеспособности субъекта и отсутствию у него средств для развития производства, а избыточная будет препятствовать развитию организации и внедрению инноваций, отягощая затраты организации излишними запасами и резервами. Данные обстоятельства определяют необходимость концептуального совершенствования оценки и прогнозирования финансовой устойчивости организации.

Оценка уровня финансовой устойчивости организации только посредством анализа структуры источников финансирования, как это достаточно часто делается на практике, и (или) на основании сравнительного анализа абсолютных показателей статей актива и пассива может дать искаженные результаты. Так, например, в периоды финансово-экономических кризисов в пассиве баланса коммерческой организации, как правило, отсутствуют заемные средства по причине снижения ее кредитоспособности, при этом финансовые коэффициенты показывают достаточно высокий уровень.

Усиление влияния ожиданий или перспектив в развитии бизнеса на финансовые результаты, повышение чувствительности бизнеса к изменениям во внешней среде в комплексе обуславливают необходимость развития новой па-

радигмы управления финансами коммерческой организации. Требуется либо адаптация действующих методик к предложенной концепции, либо разработка нового специального инструментария, позволяющего применить ее положения на предприятиях реального сектора экономики, связывая эффективность управления финансовой устойчивостью организации в краткосрочном периоде в зависимости от факторов, влияющих на ее уровень, и обеспечение финансовой устойчивости в долгосрочном периоде, оцененную с учетом изменчивых ожиданий контрагентов экономического пространства относительно будущей текущей стоимости бизнеса, отражающей результат прошлой деятельности предприятия при минимизации внешних финансовых (экономических) рисков.

В настоящее время в условиях глобализации экономики и открытых рынков одним из наиболее перспективных направлений развития теории финансового менеджмента является применение концепции менеджмента на основе ожиданий (*Expectations Based Management — EBM*). *EBM* отличается от других управленческих концепций тем, что считает превышение фактической эффективности над ожидаемой главным фактором создания стоимости для акционеров. Она представляет собой связующее звено между заданными критериями эффективности деятельности, системой ее оценки и достигнутыми результатами. В настоящее время Т. Коуплендом, А. Долгоффом, Дж. Соросом (Коупленд, Долгофф, 2009; Сорос, 1999; 2010) и другими экономистами убедительно доказано, что ожидания сильнее влияют на совокупный доход акционеров и курсовую стоимость акций компании, чем любой другой показатель. Применение концепции *EBM* к управлению финансовой устойчивостью организации позволяет связать эффективность управления финансовой устойчивостью в краткосрочном периоде в зависимости от факторов, влияющих на ее уровень, и обеспечение финансовой устойчивости в долгосрочном периоде, оцененную с учетом изменчивых ожиданий (Киров, Гукова, 2011). Но многочисленные методики оценки финансовой устойчивости и ее прогнозирования не рассматривают применение подхода, основанного на ожиданиях к управлению финансовой устойчивостью организации, что не в полной мере отвечает современным реалиям управления финансовой устойчивостью организации (Бобылева, 2004; Крейнина, 2001; Любушин и др., 2010; Мазурина, 2005; Назиров, 2004; Филобокова, 2009; Шеремет, Сайфулин, 1995).

В рамках предложенной концепции управления финансовой устойчивости организации разработана методика прогнозирования и оценки уровня ее финансовой устойчивости (далее — методика), включающая следующие этапы.

1. Определение стратегической и тактических целей управления финансовой устойчивостью организации, направленных на поддержание ее финансовой гибкости, финансовой стабильности и финансового равновесия, и построение причинно-следственных связей между ними.

2. Выявление драйверов стоимости компании, которые влияют на уровень финансовой гибкости, финансовой стабильности и финансового равновесия организации.

3. Определение ключевых показателей измерения финансовой гибкости, финансовой стабильности и финансового равновесия организации.

4. Расчет интегрального показателя уровня финансовой устойчивости организации (на основе фактических значений ключевых показателей финансовой устойчивости) и разработка рекомендаций по его повышению (планирование финансового развития предприятия), а также алгоритма выбора первоочередных мероприятий стратегии или тактики развития предприятия.

5. Интеграция системы показателей оценки финансовой устойчивости организации в систему внутренней финансовой отчетности с целью постоянного

мониторинга ограничений и угроз устойчивому развитию экономического субъекта.

Предлагаемая нами методика определяет общие правила и процедуры, выполнение которых является необходимым условием для прогнозирования и оценки степени финансовой устойчивости предприятия. Методика предназначена для использования предприятиями с организационно-правовой формой ОАО. Итоги оценки финансовой устойчивости, проведенной с использованием настоящей Методики, могут быть использованы для разработки мероприятий по повышению эффективности деятельности и приведению значений ключевых показателей финансовой устойчивости к целевым.

Важное значение в построении системы показателей для оценки и прогнозирования степени финансовой устойчивости предприятия имеет определение набора ключевых показателей его деятельности и их целевых (ожидаемых) значений. Выбранные показатели должны соответствовать требованиям, предъявляемым к подобного рода индикаторам: уместность, сопоставимость, возможность проверки и прозрачность, эффективность затрат, статистическая обоснованность, своевременность и регулярность поступления. Таким образом, не должны выбираться такие показатели, которые необоснованно сложно измерить. В процессе выбора и формулировки измеряемых показателей должны учитываться также такие их свойства, как количественные значения, качество, временные рамки. Под качеством понимается степень точности значения показателя и то, насколько точно он характеризует фактор. К временным рамкам относятся частота измерения показателя и временной период, которому соответствует его значение.

Предельные значения показателей — важный инструмент системного анализа, прогнозирования и индикативного социально-экономического планирования. С помощью системы пороговых значений экономический объект рассматривается с позиций тенденций его развития во взаимосвязи и взаимодействии с другими элементами системы, прежде всего другими предприятиями и экономическими субъектами, заинтересованными в деятельности предприятия. В табл. 1 представлен пример построения системы показателей для прогнозирования и оценки финансовой устойчивости организации.

Следует отметить наличие взаимосвязи и взаимозависимости составляющих финансовой устойчивости организации (рис.): так, рост финансовой стабильности организации ведет к повышению ее кредитного рейтинга и росту финансовой гибкости, длительное соблюдение финансового равновесия свидетельствует о снижении финансового риска и расширении возможностей организации по привлечению значительных объемов долгосрочных ресурсов — увеличивается финансовая гибкость. Но увеличение возможностей кредитования организации может и снизить ее финансовую стабильность (ухудшение показателей структуры капитала) и нарушить финансовое равновесие, изменив оптимальное соотношение между риском и доходностью. Финансовая стабильность и финансовое равновесие непосредственно взаимосвязаны между собой, поскольку изменение показателей ликвидности влияет и на изменение значений собственного оборотного капитала и рабочего капитала, а изменение структуры источников финансирования влечет и изменение риска организации.

В предлагаемой методике прогнозирования и оценки финансовой устойчивости организации целесообразно выделять следующие показатели измерения финансовой гибкости, финансовой стабильности и финансового равновесия, при определении целевых значений которых необходимо учитывать отраслевую и региональную специфику бизнеса (табл. 1).

Таблица 1

Система показателей прогнозирования и оценки финансовой устойчивости организации

Наименование показателя	Содержание показателей	Факторы (драйверы) стоимости бизнеса	Тактические задачи управления финансовой устойчивостью организации	Стратегическая цель управления финансовой устойчивостью организации
Финансовая гибкость	Способность фирмы изменять объем и структуру финансирования, а также направления вложения финансовых ресурсов согласно изменившимся внешним и внутренним обстоятельствам	Продолжительность роста стоимости бизнеса; фактическая и ожидаемая доходность бизнеса; требуемая ставка дисконтирования	Повысить уровень кредитоспособности	Обеспечение устойчивого развития бизнеса при заданном уровне его доходности
Финансовая стабильность	Определяется платежеспособностью фирмы в текущем и долгосрочном периоде. Первая отражает такое состояние фирмы, при котором она может своевременно погашать свои текущие обязательства и операционные расходы. Она является следствием ликвидности фирмы, ее доходности и эффективного управления денежными потоками, позволяющими синхронизировать денежные поступления и оплату финансовых обязательств в текущем периоде. Стратегическая платежеспособность характеризует наличие финансовых ресурсов для развития и реализации инвестиционной деятельности	<i>Текущей платежеспособности:</i> собственные оборотные средства; структура себестоимости продукции; темпы роста продаж. <i>Стратегической платежеспособности:</i> структура источников финансирования капитала; наличие достаточных денежных средств для финансирования инвестиций	Получить ожидаемую доходность бизнеса	
Финансовое равновесие	Характеризует сбалансированность развития фирмы, что достигается оптимальным сочетанием доходности и риска	Доходность бизнеса, инвестированного капитала, собственного капитала, затраты на привлечение капитала	Поддержать приемлемое для бизнеса соотношение уровня доходности и риска	

Источник: составлено авторами.

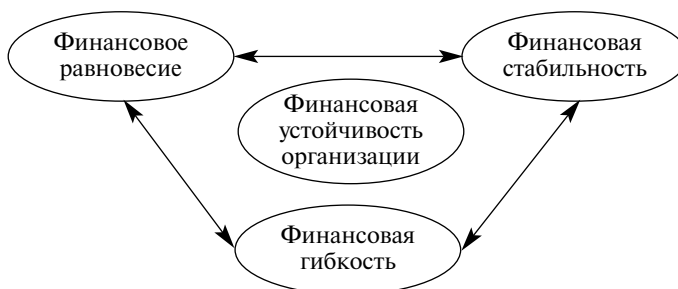


Рис. Взаимосвязь составляющих финансовой устойчивости организации

1. *Финансовая гибкость*. В качестве показателей финансовой гибкости организации предлагается использовать стоимостные показатели, отражающие изменение объемов финансовых ресурсов, полученных фирмой за определенный период. Это темпы роста следующих показателей: экономическая добавленная стоимость (*EVA*); разность между фактической и ожидаемой экономической добавленной стоимостью (*EBM*); рентабельность продаж (*ROS*); рентабельность активов (*ROA*); рентабельность инвестированного капитала (*ROIC*); темп снижения средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*). Значение темпов роста показателей больше единицы (или 100%) и темпов снижения меньше единицы (меньше 100%) характеризуют повышение финансовой гибкости организации.

2. *Финансовая стабильность* в краткосрочном периоде (текущая финансовая платежеспособность): коэффициенты ликвидности, текущей платежеспособности. *Финансовая стабильность* в долгосрочном периоде (стратегическая финансовая платежеспособность): коэффициенты стратегической платежеспособности, достаточности денежных средств, капитализации денежных средств.

3. *Финансовое равновесие* характеризуется системой показателей сбалансированного развития организации (соблюдение «золотого правила экономики», значение собственного оборотного капитала и рабочего капитала больше нуля). С другой стороны, для соблюдения финансового равновесия организации необходимо соблюдение определенных соотношений между показателями риска и доходности организации (между рентабельностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала; рентабельностью собственного капитала и ожидаемой ставкой доходности собственного капитала), риск организации также определяется на основе анализа коэффициента покрытия процентов.

После выделения основных групп показателей необходимо закрепить ответственность за выполнение установленных ключевых показателей в организационной структуре компании. Заключительным этапом в системе прогнозирования и оценки финансовой устойчивости организации является расчет интегрального показателя, включающего измерения ее финансовой гибкости, финансовой стабильности и финансового равновесия. Выбранный для прогнозирования и оценки уровня финансовой устойчивости интегральный показатель многокомпонентен, он с достаточной полнотой отражает и в полной мере характеризует все стороны управления финансовой устойчивостью организации.

Расчет интегрального показателя (рейтинга) степени финансовой устойчивости организации (*FS*) осуществляется по следующим этапам.

1. Рассчитываются значения показателей финансовой устойчивости, и анализируется выполнение оптимальных соотношений или значений показателей (табл. 2).

2. На основании проведенного анализа формируется балльная оценка индикаторов финансовой гибкости (FS_{ff}), финансовой стабильности (FS_{fs}) и финансового равновесия (FS_{fb}) в диапазоне от 0,00 до 10,00. Балльная оценка равна значению индикатора (табл. 3).

3. Определение интегрального показателя (рейтинга) степени финансовой устойчивости организации (*FS*) по формуле:

$$FS = FS_{ff} + FS_{fs} + FS_{fb}.$$

Максимальное значение интегрального показателя — 30 баллов. В зависимости от полученного значения интегрального показателя автор относит организацию к одному из следующих уровней финансовой устойчивости: 1) 0—10 — низкая; 2) 11—20 — средняя; 3) 21—30 — высокая.

Таблица 2

Оптимальные значения показателей финансовой устойчивости организации

Финансовая гибкость (ФГ)	Финансовая стабильность (ФС)	Финансовое равновесие (ФР)
$K_p(EVA) > 1,0$	Текущая платежеспособность	Показатели равновесия
$K_p(EBM) > 1,0$	$1,0 < K_{ll} < 3,0$	$K_p(P) > K_p(RS) > K_p(A)$
$K_p(ROS) > 1,0$	$0,8 < K_g < 2,0$	$NWC \geq 0$
$K_p(ROA) > 1,0$	$0,25 < K_{al} < 0,5$	$WC \geq 0$
		$K_p(RS) > K_p(NWC)$
$K_p(ROIC) > 1,0$	$K_s > 1,0$	Показатели риска
$K_p(WACC) < 1,0$	Стратегическая платежеспособность	$ROIC > WACC$
	$K_{ce} > 0,33$	$ROE > r_e$
	$K_{fl} < 1,0$	$TIE > 3,0$
	$K_{ac} > 1,0$	
$K_{ce} > 0,1$		

Примечание. K_p — коэффициент роста показателя, отн. ед.; EVA — экономическая добавленная стоимость; EBM — разность между фактической и ожидаемой экономической добавленной стоимостью; ROS — рентабельность продаж; ROA — рентабельность активов; $ROIC$ — рентабельность инвестированного капитала; $WACC$ — средневзвешенная стоимость капитала; K_{ll} — коэффициент текущей (общей) ликвидности; K_g — коэффициент быстрой ликвидности; K_{al} — коэффициент абсолютной ликвидности; K_s — коэффициент платежеспособности; K_{ce} — коэффициент концентрации собственного капитала; K_{fl} — уровень финансового рычага; K_{ac} — коэффициент достаточности денежных средств; K_{ce} — коэффициент капитализации денежных средств; $K_p(RS)$ — коэффициент роста выручки от продаж; $K_p(A)$ — коэффициент роста рентабельности активов; $K_p(P)$ — коэффициент роста прибыли; $K_p(NWC)$ — коэффициент роста чистого оборотного капитала; NWC — чистый оборотный капитал; WC — рабочий капитал; ROE — рентабельность собственного капитала; r_e — доходность собственного капитала; TIE — коэффициент покрытия процентов.

Под низким уровнем финансовой устойчивости организации понимается такое состояние организации, при котором она не способна обеспечить функционирование в направлении уровня, соответствующего заявленным целям в условиях высокой степени динамичности внешней среды и внутренней трансформации, отсутствует необходимый финансовый потенциал, структура активов и пассивов несбалансированна. Если значение интегрального показателя находится ближе к нижней границе интервала 0—10, то потенциал увеличения финансовой устойчивости организации практически отсутствует, высока вероятность банкротства, верхняя граница свидетельствует о существовании воз-

Таблица 3

Значение индикаторов финансовой устойчивости и соответствующая им балльная оценка

Количество выполненных соотношений по показателям ФГ	6	5	4	3	2	1	0		
Балльная оценка индикатора (FS_{ff})	10,00	8,3	6,6	4,9	3,2	1,5	0		
Количество выполненных соотношений по показателям ФС	8	7	6	5	4	3	2	1	0
Балльная оценка индикатора (FS_{fs})	10,00	8,75	7,5	6,25	5	3,75	2,5	1,25	0
Количество выполненных соотношений по показателям ФР	7	6	5	4	3	2	1	0	
Балльная оценка индикатора (FS_{fb})	10,00	8,58	7,16	5,74	4,32	2,9	1,48	0	

возможности повышения степени устойчивости до среднего уровня за счет осуществления стратегических преобразований, например, будет эффективной реструктуризация части активов либо всего предприятия. Предложенная методика была апробирована на примере компаний Нижегородской области, фрагмент оценки финансовой устойчивости приведен в табл. 4.

Таблица 4

Оценка финансовой устойчивости организаций

Показатели финансовой устойчивости организации (ФУ)	Организация А			Организация В			Организация С		
	Год 1	Год 2	Год 3	Год 1	Год 2	Год 3	Год 1	Год 2	Год 3
1. Финансовая гибкость									
$K_p(EVA)$	1,54	1,32	0,90	1,12	1,35	1,1	0,87	0,70	0,65
$K_p(EBM)$	0,9	1,25	1,15	1,15	1,12	1,17	0,7	0,8	0,5
$K_p(ROS)$	1,15	1,12	0,39	1,07	0,97	0,67	-1,25	10	-6,89
$K_p(ROA)$	1,24	1,33	0,32	1,1	0,88	0,22	-8,97	-8,97	10,5
$K_p(ROIC)$	1,30	1,24	0,30	1,11	1,0	0,22	-1,00	-12,50	170
$K_p(WACC)$	1,0	0,83	1,46	0,9	0,65	1,26	1,6	0,8	1,3
2. Финансовая стабильность									
<i>Текущая платежеспособность</i>									
K_{fl}	2,64	2,98	4,31	1,71	1,65	1,79	0,21	0,09	0,19
K_g	1,64	2,19	3,3	1,04	1,37	1,57	0,2	0,07	0,017
K_{al}	0,45	0,32	0,17	0,35	0,25	0,25	0,01	0,01	0,01
K_s	1,1	1,3	0,8	1,3	1,5	1,1	0,9	0,7	0,5
<i>Стратегическая платежеспособность</i>									
K_{ce}	0,81	0,71	0,76	0,7	0,6	0,62	0,54	0,27	0,23
K_{fl}	0,09	0,22	0,21	0,15	0,16	0,13	0,57	1,14	1,68
K_{ac}	3,3	5,67	7,66	2,15	3,57	6,98	0,2	0,1	0,1
K_{cc}	0,12	0,19	0,08	0,20	0,22	0,1	0,04	0,06	0,03
3. Финансовое равновесие									
<i>Показатели равновесия</i>									
$K_p(P)$	1,85	1,77	0,33	1,38	1,28	0,24	0,00	-12,3	-0,01
$K_p(RS)$	1,45	1,30	0,64	1,21	1,16	0,53	1,1	1,12	1,02
$K_p(A)$	1,37	1,46	1,03	1,20	1,46	1,1	1,25	1,37	1,15
NWC , тыс. руб.	26 661	39 398	41 923	2438	8329	14 490	-26 732	-59 957	-68 945
$K_p(NWC)$	1,37	1,48	1,06	1,15	3,42	1,74	-2,24	-2,2	-1,15
WC , тыс. руб.	606	4096	13011	-5284	1054	8198	-20 576	-40 233	-38 043
<i>Показатели риска</i>									
$ROIC$, %	20,41	25,40	7,70	48,5	48,65	10,75	-1,39	-17,37	-0,15
$WACC$, %	18,5	15,0	22,0	23,0	15,0	19,0	23,0	19,0	25,0
ROE , %	22,1	31,8	14,6	55,3	57,4	12,1	-57,0	-39,0	0,0
r_e , %	20,0	27,0	10,0	25,0	20,0	15,4	27,3	15,8	20,4
TIE	5,0	7,5	2,9	7,8	8,5	3,0	2,5	1,1	0,9

Окончание таблицы

Показатели финансовой устойчивости организации (ФУ)	Организация А			Организация В			Организация С		
	Год 1	Год 2	Год 3	Год 1	Год 2	Год 3	Год 1	Год 2	Год 3
<i>Интегральный показатель финансовой устойчивости организации</i>									
FS_{ff}	8,3	10,0	1,5	10,0	6,6	3,2	0	3,5	1,5
FS_{fb}	7,5	7,5	2,5	8,8	8,8	8,8	1,3	1,3	1,25
FS_{fb}	10,0	7,2	4,3	10,0	7,2	4,3	0	0	0
FS	25,8	24,7	8,3	28,8	22,6	16,3	1,3	4,8	2,75
Оценка ФУ	высокая	высокая	низкая	высокая	высокая	средняя	низкая	низкая	низкая

Источник: расчеты авторов.

Таким образом, использование предложенной методики оценки и прогнозирования финансовой устойчивости организации обеспечивает многофакторную оценку факторов, движущих стоимость компании (или драйверов стоимости), воздействие на которые является первоочередным и эффективным инструментом в достижении устойчивого развития бизнеса.

Источники

- Бобылева А. З.* Финансовые управленческие технологии: учебник. М., 2004.
- Киров А. В., Гукова А. В.* Факторы финансовой устойчивости организации // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 21 (63) С. 27—32.
- Коупленд Т., Долгофф А.* Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании. М., 2009.
- Крейнина М. Н.* Финансовая устойчивость предприятия: оценка и принятие решений // Финансовый менеджмент. 2001. № 2.
- Любушин Н. П., Бабичева Н. Э., Галушкина А. И., Козлова Л. В.* Анализ методов и моделей оценки финансовой устойчивости организации // Экономический анализ: теория и практика. 2010. № 1. С. 3—11.
- Мазурина Т. Ю.* Об оценке финансовой устойчивости предприятий // Финансы. 2005. № 10. С. 70—71.
- Назирова В. Р.* Показатели краткосрочной и среднесрочной финансовой устойчивости предприятия // Финансовый бизнес. 2004. Ноябрь—декабрь. С. 2—11.
- Сорос Дж.* Алхимия финансов. М., 2010.
- Сорос Дж.* Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. М., 1999.
- Филобокова Л. Ю.* Методические подходы к диагностике финансово-экономического положения малых предприятий // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2009. № 6. С. 43—45.
- Шеремет А., Сайфулин Р.* Методика финансового анализа. М., 1995.