3.5. МЕТОДИКА УГЛУБЛЕННОГО АНАЛИЗА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ, РЕАЛИЗУЕМОГО В СИСТЕМЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА ФОНДОВОГО РЫНКА

Малышенко В.А., к.э.н., доцент, кафедра «Экономика и финансы»;
Малышенко К.А., к.э.н., доцент, докторант, кафедра «Экономика и финансы»

Гуманитарно-педагогическая академия (филиал), Крымский федеральный университет им. В.И. Вернадского, филиал в г. Ялта

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Предложен вариант углубленного анализа финансового состояния, реализуемого как процедурный этап комплексного анализа особого типа, а именно, проводимого в рамках фундаментального анализа предприятия-объекта потенциального инвестирования. Методика выстроена как системно-целевая схема установления реальных конкурентных преимуществ предприятия-эмитента ценных бумаг и позволяет идентифицировать формальные мероприятия улучшения финансового состояния (в сложившихся условиях внешней среды).

Наиболее интересной информацией для каждого потенциального инвестора, рассчитывающего на осуществление долгосрочных проектов, являются данные, раскрывающие способности предприятия-объекта инвестиций в реализации новых объемов капитала без существенных потерь в сложившихся уровнях рентабельности. Также большую важность имеет характеристика прогнозного состояния предприятия, уже реализующего какое-либо структурное преобразование, особенно с учетом тенденций внешней среды. Традиционно для получения данных по таким направлениям применяют систему методов фундаментального анализа. Основная трудность состоит в том, что проводить углубленный финансовый анализ предприятия по целой совокупности потенциальных объектов-предприятий нет возможности у инвестора (требует много времени и средств), также возникает противоречие между ограничением доступа к внутренней информации и методикой фундаментального анализа фондового рынка, широко ее использующей.

Анализ публикаций по проблеме

Среди российских ученых, институционально исследовавших фундаментальный анализ, необходимо отметить труды Андреева В.Е., С.В. Банка, Т.Б. Бердниковой, М.В. Ефимова, О.В. Ефимовой, В.Д. Миловидова, Я.М. Миркина, Н.В. Семенюты, Р.С. Сайфулина, А.Б. Фельдмана, А.Д. Шеремета и др.

Фундаментальный анализ (англ. fundamental analysis) – термин для обозначения методов прогнозирования рыночной (биржевой) стоимости компании, основанных на анализе финансовых и производственных показателей ее деятельности [1]. Фундаментальный анализ используется инвесторами для оценки стоимости компании (или ее акций), которая отражает состояние дел в компании, рентабельность ее деятельности. При этом анализу подвергаются финансовые показатели компании: выручка, Earnings before interests tax, deprecation and amortization (***EBITDA***), чистая прибыль, чистая стоимость компании, обязательства, денежный поток, величина выплачиваемых дивидендов и производственные показатели компании. Для эффективного управления финансово-хозяйственной деятельности компании (как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе) применяют приемы фундаментального анализа среди которых: анализ рентабельности, ликвидности, платежеспособности, деловой активности, денежных потоков. А также производят оценку многофакторных моделей, используемых при прогнозировании несостоятельности организации (модели Э. Альтамана, Р. Таффлера, и др.) [10; 11]. Не следует забывать и об анализе внешних условий, независимых от состояния предприятия, показателей социально-экономического положения. Это такие как уровень инфляции, процентная ставка банков, уровень законодательной защищенности предприятий, уровень государственных налогов и сборов, уровень платежеспособности населения и т.д., которые в свою очередь играют немаловажную роль в принятии управленческих решений [6]. На уровне отдельной компании (финансового инструмента, ценной бумаги), фундаментальный анализ включает в себя анализ финансовых и бухгалтерских отчетов, управления, стратегии бизнеса и конкуренции [8]. При расчете большинства из перечисленных выше показателей у многих предприятий санаторно-курортного комплекса (СКК) Большой Ялты (эмпирическая база) возникают значительные затруднения. В основном они связаны с невозможностью определения средневзвешенной стоимости капитала и получения достоверной оценки прогнозных денежных потоков. Кроме того, предприятия СКК искусственно занижают чистую прибыль, а выплаты дивидендов носят непостоянный характер. Недостаточна информация и по внешней среде, особенно в области макроэкономических факторов развития Республики Крым, формирующих повышенный уровень неопределенности, и, соответственно риска. Во всей системе фундаментального анализа обычно выделяют три уровня:

- уровень экономики в целом – фундаментальный анализ включает в себя изучение национальных экономических индикаторов для оценки текущего и будущего состояния экономики в обобщенном виде;
- уровень индустрии – фундаментальный анализ может включать в себя изучение сил спроса и предложения для данного типа продукта или услуги;
- уровень отдельной компании (финансового инструмента, ценной бумаги) – фундаментальный анализ включает в себя анализ финансовых, бухгалтерских отчетов (количественный анализ), управления, стратегии бизнеса и конкуренции (качественный анализ).

Сфера исследования настоящей статьи ограничена уровнем отдельной компании, однако направлена на преодоление недостатка именно тех данных, которые относятся к инсайдерской информации, и которые невозможно получить из публичной финансовой отчетности. Общая схема проведения фундаментального

анализа (этапы и их методическое наполнение) представлена на рис. 1.

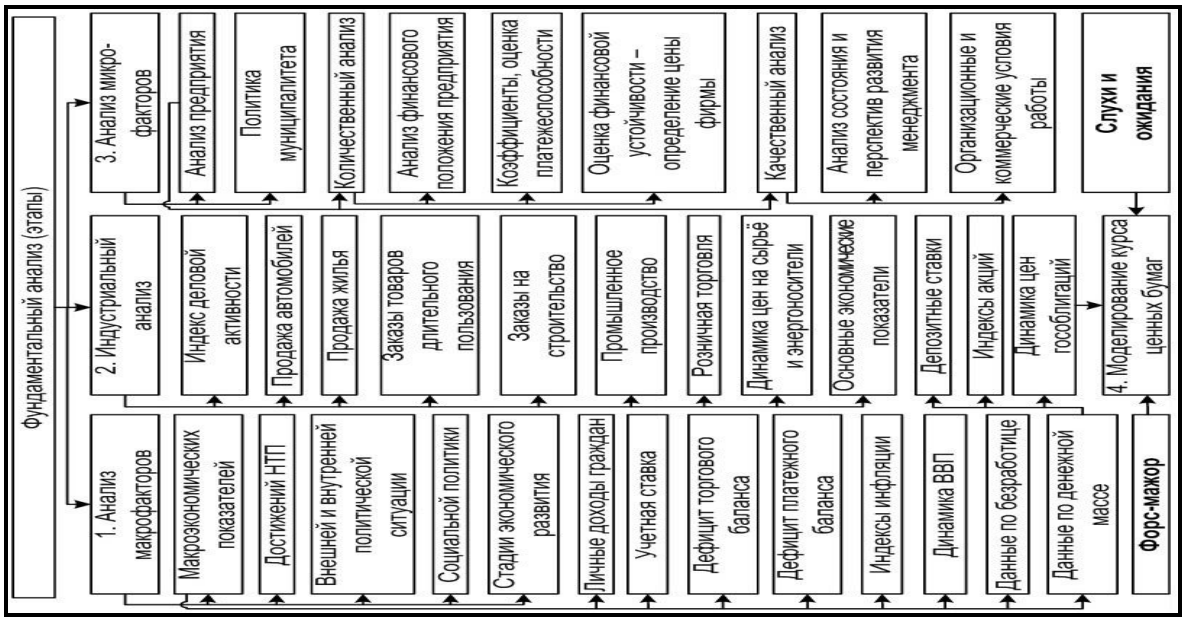

Рис. 1. Составляющие фундаментального анализа [6]

Как видно из приведенной схемы (рис. 1) было обосновано четыре этапа, в которые входит анализ определенных групп факторов. Фактически все исследование будет осуществлено в рамках анализа микрофакторов – т.е. части 3 рис. 1. Однако информационная закрытость предприятий СКК предъявляет более сложные требования. Необходимо обеспечить проведение не только количественного анализа, но и позволить сделать определенные выводы о проблемах внутреннего менеджмента и даже о состоянии операционной эффективности. Обобщенно можно сказать, что основными методами фундаментального анализа являются оценка и сравнение компаний по аналитическим коэффициентам, а также построение моделей развития компании. Связь фундаментального и стратегического анализа проявляется в общем условии долгосрочности разрабатываемых целей и определения устойчивых тенденций поддержки конкурентных преимуществ и наращения капитала.

Роль углубленного анализа в системе стратегического финансового анализа не сводиться к расчету факторов и оценке альтернатив развития, на него возложена и функция системного звена между целевыми результатами экспресс-анализа и мониторинга исполнения стратегических задач при обеспечении преемственности количественных нормативов этапов финансовой стратегии в соответствии с программой.

Формирование целей и задач исследования системности в аналитическом обеспечении фундаментальной оценки предприятия-объекта потенциальных инвестиций

В классической методике финансового анализа (в части анализа финансового состояния) углубленный анализ призван подготовить базу для дальнейшей стратегической интерпретации полученных данных. Стратегическое задание состоит как в подготовке новой (необходимой, например, для нового собственника) финансовой стратегии, так и в выяснении правильности реализации уже действующей и дополнительных ресурсах для ее завершения.

С системной точки зрения формирования и использования методов анализа углубленный анализ должен создать основу для применения высоко-системной модели, используемой для мониторинга выполнения стратегии на последующем обобщенном этапе процедуры анализа финансового состояния.

С точки зрения фундаментального анализа он должен системно обеспечить применение и методов технического анализа (текущего). Перечислив все требования к углубленному анализу, реализуемому в рамках фундаментального как дополнительное исследование уже отобранных объектов фондового рынка, можно сформулировать основные задания-условия разработки методики промежуточного этапа стратегического финансового анализа. Новая методика углубленного финансового анализа должна обеспечивать:

- использование общей схемы анализа на основе системной модели совместной оценки внутренней и внешней среды, поддерживающей системную связь между методами анализа и количественными нормативами, применяемыми на всех процедурных этапах анализа и стратегии;
- оценку трансформационной эффективности финансового состояния предприятия в общеизвестных показателях и на основе публичной отчетности;
- четкую идентификацию формального улучшения финансового состояния временного типа, фактически однозначно отделяя ее от комплекса реальных стратегически-ориентированных мероприятий долгосрочного улучшения финансового состояния (значительно упрощает обсуждение реальной цены предприятия).

Новое понятие «трансформационная эффективность финансового состояния» требует отдельного

пояснения. Под ней следует понимать соотношение затрат времени на преодоление последствий глобального кризиса или выход предприятия из кризисных состояний на этапах жизненного цикла организации (ЖЦО) в сравнении со средними затратами времени требуемыми другими предприятиями отрасли для преодоления аналогичных ситуаций. Данная характеристика исследована только в самых общих параметрах и может быть применена с оценкой всего в трех типах: ниже среднего, средняя и высокая трансформационная эффективность.

Системная модель и содержание углубленного анализа с акцентом на цели фундаментального анализа

Первоначально необходимо дать краткую характеристику модели установления стратегического финансового состояния. В ее качестве в представляемом исследовании был использован комплексный вариант «фрегат»-модели, отражающий закономерности развития финансовой устойчивости предприятия с учетом сложившихся тенденций внешней среды. Ее внутренний профиль имеет вид, представленный на рис. 2.

Были установлены единые масштабирующие значения для всех тематических групп (на визуальной модели представлены областями, например группа «брамсель», зона Б, соответствует группе показателей финансовой устойчивости). Сформированы следующие типичные визуальные профили внутренней среды «фрегат»-модели (рис. 4).

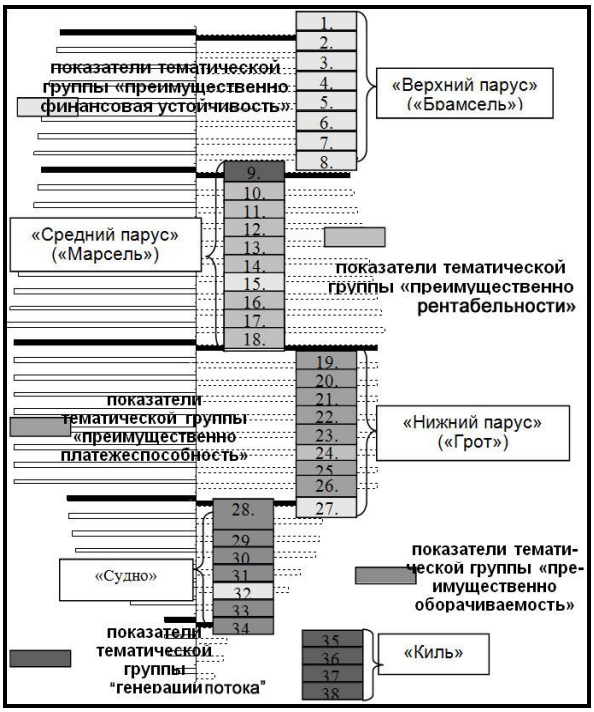

Рис. 2. Структура внутреннего профиля визуальной модель-системы («фрегат»-модели) оценки финансового состояний предприятия в стратегических целях [5]

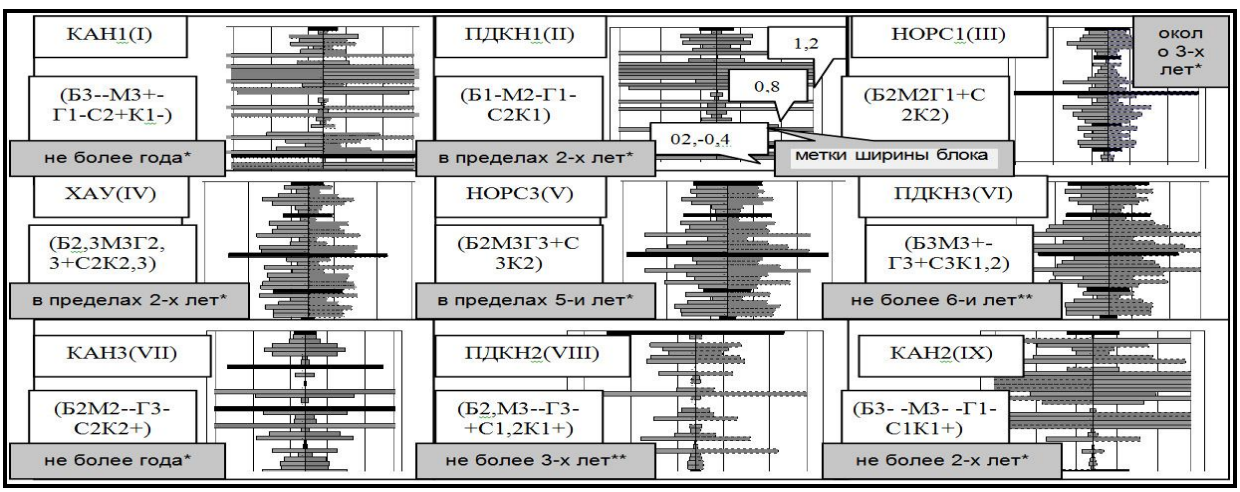

Рис. 3. Графики профилей оценки устойчивости внутренней финансовой среды «фрегат»-модели соответствующих типам стратегических финансовых состояний предприятий СКК Большой Ялты [5][1]

Описаны три основных ширины блока с индексами:

- 1 – узкий, в пределах 0,2-0,4 единицы в графике;
- 2 – нормальный, 0,4-0,8;
- 3 – широкий, 0,8-1,2.

Выход блока за границы 1,2 считается экстраординарным явлением и называется пробоем (более 120% от нормы). В качестве наполнения информационной базы исследования была использована финансовая отчетность предприятий СКК Большой Ялты (Республика Крым) с 2004 по 2014 гг. в количестве 13 из всех 144 предприятий, зарегистрированных в Большой Ялте (10%-я выборка). Изменения финансовых показателей соотносились с динамикой международных макроэкономических показателей (в ретроспекции с 2004 по 2013 гг.). После расчета «фрегат»-модели у предприятий СКК Большой Ялты были сформированы

[1] Примечания: * – нормальное (среднее) время нахождения предприятия в финансовом состоянии указанного типа; ** – возможны единичные (на один год) переходы состояния в соседние (граничащие) типы.

последовательности профилей в следующем виде (табл. 1).

Таблица 1

СЛОЖИВШИЕСЯ ТИПЫ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ В ОБОЗНАЧЕНИЯХ «ФРЕГАТ»-МОДЕЛИ И КЛАССИЧЕСКОЙ СИСТЕМЫ ЕЕ ОЦЕНКИ НА КОНЕЦ ОТЧЕТНОГО ГОДА ПО САНАТОРИЯМ КОРПОРАТИВНОГО ОБЪЕДИНЕНИЯ ДП* «ЯЛТАКУРОРТ» ЗА 2005-2013 ГГ. (ФРАГМЕНТ)[2]**

Годы	1. «Ай-Петри»**		7. «Ясная поляна»	
	новые	классические	новые	классические
2005	НОРС1	КФС*	КАН3	КФС
2006	ХАУ	АФУ*	КАН3	КФС
2007	ХАУ	АФУ	ПДКН2	КФС
2008	НОРС3	АФУ	КАН3	КФС
2009	ПДКН3	АФУ	ПДКН2	КФС
2010	ПДКН3	АФУ	ПДКН2	КФС
2011	НОРС3	АФУ	ПДКН2	КФС
2012	ПДКН3	АФУ	КАН2	КФС
2013	ПДКН3	АФУ	КАН2	КФС

В табл. 1 для каждого предприятия параллельно указаны уровни финансовой устойчивости, рассчитанные на основе балансовых соотношений (обозначены в таблице как классические) и новые типы. Последние более гибкие и дифференцированные в своей оценке. Включают девять новых типов финансового состояния против четырех (два вида нормального – НОРС, один вид хорошего – ХАУ, три вида кризисного – КАН и три вида предкризисного – ПДКН).

После первичного позиционирования финансового состояния по отношению к условиям внешней среды (на этапе экспресс-анализа) необходимо провести такое же вторичное позиционирование (обязательное требование в соответствии с методикой стратегического финансового анализа Бланка И.А.) [2]. Конкретным заданием углубленного анализа в оценке развитии финансового состояния оцениваемого на основе «фрегат»-модели является обеспечение процесса торможения или ускорения продвижения предприятия по этапам ЖЦО (по отношению к приоритетному целевому этапу). Наполнение этапа углубленного анализа и его последовательность представим следующей схемой (рис. 4, 5). Данный перечень сформирован на основе структуры системного анализа экономических объектов Черняка Ю.И. [9].

Необходимо отметить, что целевое наполнение осуществлено на положениях, сформированных для стратегического финансового анализа Бланка И.А. [2]. Как видно на первой части схемы (рис. 4), входящими положениями является сразу два варианта стратегического развития предприятия – без дополнительного привлечения ресурсов и с привлечением таковых. Двойственность условия предъявляет дополнительные требования к универсальности всей аналитической системы. Оценка ресурсной базы не может быть детализированной на данном этапе, так как не определены приоритетные факторные модели. Экспресс-анализ лишь закрепляет акцент на тех тематических группах, которые должны быть внимательно изучены отталкиваясь от первоочередных задач по их трансформации в соответствии с закономерностями развития профиля стратегического финансового состояния (на основе «фрегат»-модели), когда их динамика противоречит целевому профилю или промежуточному. Также акцентируется влияние на тех группах, которые могут находиться в относительно спокойном состоянии на настоящем этапе и следующем – промежуточном, но в стратегическом плане они обязательно должны трансформироваться. То есть в качестве задания для углубленного анализа выступает как обеспечение низкого уровня финансовых и ресурсных рисков в процессе подготовки наступления промежуточного состояния, так и достижения конечного профиля. Требование высокого уровня инноваций для достижения конкурентного преимущества к технологиям и мощностям в сфере СКК не столь категорично как, например, в машиностроении. Основные средства – это преимущественно здания спальных корпусов и их категория заложена еще на уровне проектирования (размеры номера, удобства и т.п.) и определяет класс санатория. Фактически, по данным табл. 1, можно сделать вывод, что в 2009-м, 2010-м и в 2012 гг. предприятию надо начинать с обоснования антикризисной стратегии и в любом случае промежуточным профилем должен быть переходный по направлению к НОРС3 (V). А именно, ближайший приемлемый тип от текущего предкризисного типа (ПДКН3(VI) в 2009 г. когда сформировались наиболее неблагоприятные условия для инвестирования).

Далее целевая функция должна пройти «фильтр» оценки тенденций изменения деловой репутации предприятия и социального признания. Затем можно провести композицию целей (на основе дерева целей). Анализ в данном случае может помочь в установлении спектра возможных переходов от сложившейся и прогнозируемой модели стратегического финансового состояния (СФС) к требуемой с учетом финансовой политики предприятия. На данном этапе углубленного анализа дерево целей формируется укрупнено, где целевыми установками выступают требуемые конечные и промежуточные типы СФС (рис. 6). Чем сильнее отличаются сроки смены профилей СФС по принятому стратегическому плану от сложившейся продолжительности перехода в исследуемой совокупности предприятий СКК (чаще всего применяющие сдержанные стратегии или не применяющие их вообще), тем напряженнее будет аналитическое задание и агрессивнее реализация стратегии. Базовое предприятие в примерах – санаторий «Ай-Петри» – проводил довольно сдержанную политику в формировании как капитала (без активных внешних заимствований и привлечения стороннего капитал), так и активов. В 2009 г. СФС находилось у него в квадранте 6.1 (рис. 6) с прогнозом 6.2 для 2010 г. Прогноз полностью подтвердился (квадрант 6.3.) и

[2] Примечание к табл. 1: * – типы финансового состояния на основе классической их системы (АФУ – абсолютно финансово-устойчивое (или устойчивое); НФС – нормальное финансовое состояние; НФУ – неустойчивое финансовое состояние; КФС - кризисное финансовое состояние); ** – реализация во время исследуемого периода времени стратегических инвестиционных программ; *** – дочернее предприятие Закрытого акционерного общества (ЗАО) «Укрпрофздравница».

предприятие на волне стабильной внешней среды смогло перейти в квадрант хорошего финансового состояния 5.4. Но далее внешняя среда вступила в продолжительный период стагнации и в 2012-м и 2013 гг. достигнутое хорошее состояние сразу же вернулось в состояние предкризисное.

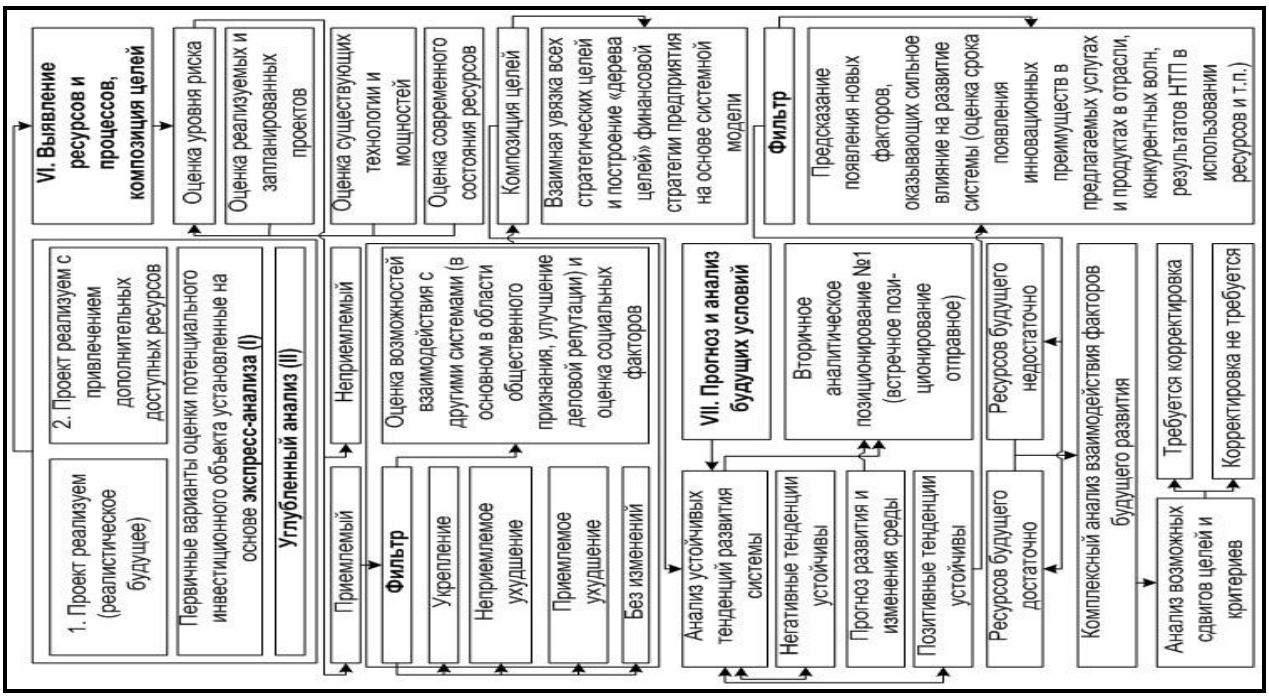

Рис. 4. Содержание углубленного анализа стратегического финансового состояния предприятия (этап II в общей процедуре) в соответствии со структурой системного анализа (часть I) и целей фундаментальной оценки

Причина этого – действие процесса постоянной потери конкурентного преимущества, которое в анализируемом периоде наблюдалось у санатория «Ай-Петри» в 2006-2007 гг. Проект СПА-центра лишь на время отсрочил продвижение предприятия по стадиям ЖЦО, и повернуть вспять процесс старения в принципе уже не мог. Еще в 2007 г. должна была быть принята более агрессивная финансовая стратегия и соответствующая ей политика с более объемными инвестициями (скорее внешними) и даже сменой имиджа.

Следующим этапом является VII «Прогноз и анализ будущих условий». На данном этапе необходимо провести вторичное позиционирование финансового состояния, на основе параметрической многофакторной модели, учитывающей избранное стратегическое направление. Отталкиваясь от условий нашего предприятия, имеющего в качестве стратегического ориентира достижение хорошего финансового состояния при кризисном состоянии, основой позиционирования должна быть факторная (параметрическая) модель антикризисного типа. В ее качестве может быть применена модель многофакторного дискриминантного анализа (МДА) прогнозирования банкротства. Факторный анализ является основным для углубленного этапа процедуры анализа. Однако надо учитывать то, что в указанных моделях факторами выступают отдельные финансовые коэффициенты. Их влияние в свою очередь можно разбить на факторы – показатели, которые их составляют (часто являющиеся основными объектами финансового управления: прибыль, капитал, потоки).

В процессе всей реализации стратегии модель по ходу улучшения финансового состояния должна уйти из зоны опасных значений, однако ориентиры при конечных фазах реализации стратегии на ее основе построить нельзя. Она просто будет показывать минимальную вероятность банкротства и мониторинг перехода на устойчивый тип развития будет не эффективным. Последний этап стратегии должен быть методически поддержан и соответствующей моделью – такие модели также разработаны (для ускоренного (расширенного) или устойчивого развития).

Если была бы принята стратегия расширенного роста, то необходимо было бы в качестве методической поддержки факторного анализа применить модели активного инвестирования, оценивающих как инвестиционную привлекательность предприятия, так и риски проведенных инвестиций.

Основная сложность задания, закрепленного за углубленным анализом, состоит не просто в расчете влияния активных и требуемых для повышения активности факторов, но и в поиске приоритетных факторных моделей (простейших, представленных финансовыми коэффициентами). Они должны быть актуальными для текущего анализа, мониторинга и прогнозирования во время реализации всего стратегического плана смены СФС в рамках избранной стратегии. Во время достаточно продолжительного действия стратегического плана (не менее 2-3 лет) финансовое состояние может (и чаще всего должно) радикально измениться. Внешняя среда также может претерпеть драматические изменения, и анализ на основе одних

моделей перестанет удовлетворять требованиям современности. Фактически необходимо провести встречное позиционирование, отталкиваясь от актуальной модели на начало принятия стратегии и соответствующего ей плана и приходя к модели, которая будет приоритетной при целевом типе СФС в конце реализации финансовой стратегии.

Рис. 5. Содержание углубленного стратегического финансового состояния предприятия в соответствии со структурой системного анализа (часть II) и целей фундаментальной оценки

Однако провести вторичное позиционирование к совокупностям финансовых показателей, трансформация которых и выступает заданием и обязательным условием перехода к требуемому типу СФС (и относящимся к различным тематическим группам) достаточно сложно. Объединение в новые доминантные сферы (комплексы внутренней среды показателей сгруппированных по признаку обособленной финансово-стратегической сферы) будет также затруднительно осуществить. Часть коэффициентов даже в одной доминанте надо будет стабилизировать, часть повысить или понизить, ускорить или затормозить, причем на различных этапах стратегического плана. Если подойти к этому вопросу формально и объединить их по признаку стратегически важных показателей в доминантах, – то результаты могут опять вернуться к первичному позиционированию. Для вторичного позиционирования удобнее было бы использовать многофакторные модели (МДА). Они достаточно представительны (в 5-6 факторных вариантах), и у них установлен приоритет каждого фактора (как правило, на основе весовых значений коэффициентов), отражающий взаимодействие различных коэффициентов в модели и раскрывающий сущность взаимной компенсации слабости или силы той или иной тематической группы показателей при формировании количественного значения модели.

На основе последовательности осуществления углубленного анализа (рис. 4, 5) ниже представлен порядок трансформации СФС в соответствии с принятой финансовой стратегией и вторичным позиционированием, по отношению к высоко-системным факторным моделям, реализуемым на этапе VIII «Оценка целей и средств» (рис. 7).

В качестве конечной модели может выступать любая параметрическая факторная модель, однако приоритет должен отдаваться наиболее подходящей сущности конечного (целевого) профиля соответствующей стратегии: для стратегии расширенного роста это должны быть модели МДА, разработанные для оценки инвестиционной эффективности (привлекательности), так как именно в основе активного инвестирования лежит сущность концентрированного расширения предприятия; для стратегии устойчивого развития – соответственно модели устойчивого роста и для антикризисных стратегий, модели прогнозирования банкротства. Чаще всего такие модели имеют шкалу из трех вариантов качественного разделения исследуемой совокупности предприятия на основе количественного ее значения (сложившегося в результате расчета уровни коэффициента, в долях единицы). Тройственность значений позволяет построить универсальную систему специфической оценки финансового состояния на основе комплексной характеристики уровня коэффициента и трех значений внешней среды (всего девять возможных сочетаний).

Ниже приведен пример позиционирования на основе базисного предприятия настоящего исследования, – санатория «Ай-Петри». У тройственной оценки модели МДА характеристик соответственно всего три, поэтому следует пояснить, что устойчивая зона больше соответствует хорошему финансовому состоянию и неопределенному (среднему), в уровнях ближе к устойчивому. Неопределенная зона будет характерной для уровней нормального финансового состояния (НОРС) и почти предкризисного (ранние ситуации развития ПДКН). Зона финансового риска полностью перекрывает кризисное финансовое состояние (все типы КАН) и предкризисного, тяготеющего к кризисному (в основном ПДКН). Заливкой обозначены наиболее приоритетные зоны моделей МДА для той или иной стратегии. В малых блоках представлены возможные сочетания (варианты) комплексного аналитического профиля с обозначениями на основе условного сокра-

щения для каждого типа количественной модели МДА и состояния внешней среды также трех типов (число сочетаний соответственно девять).

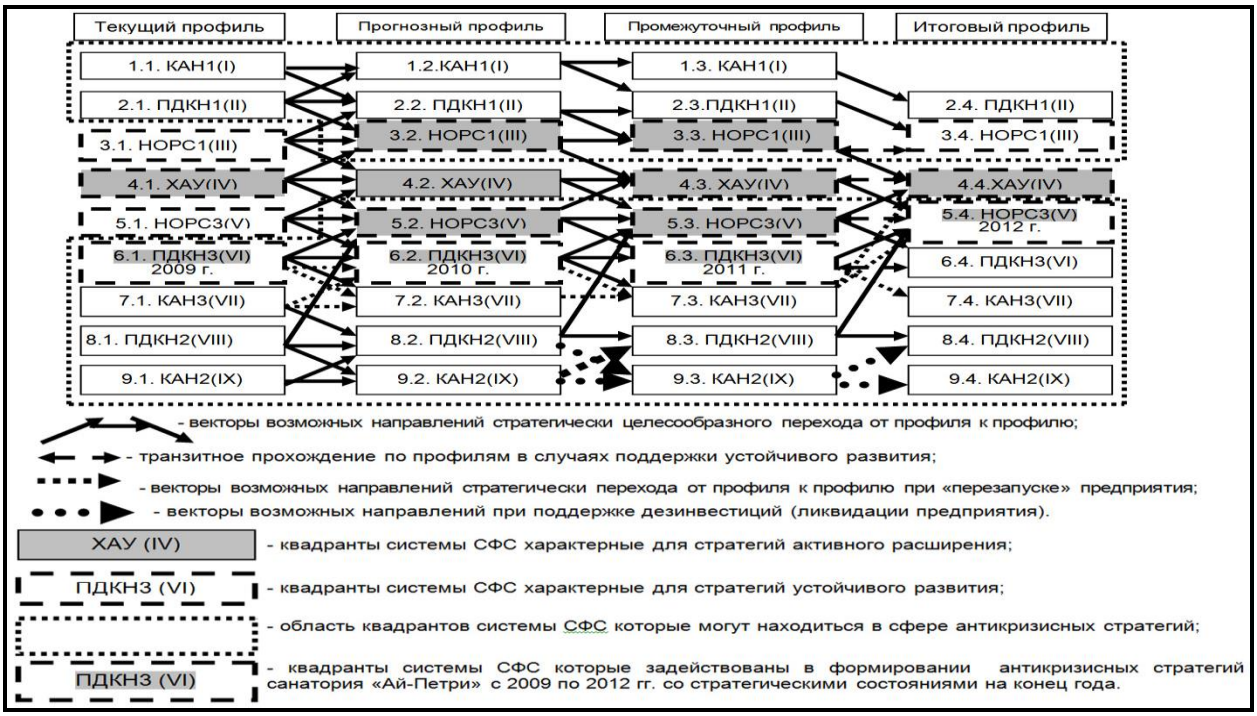

Рис. 6. Формирование параметров финансовой политики по скорости и последовательности переходов от одного к другому СФС, обосновывающих построение «дерева целей» финансовой стратегии [5]

В качестве базисной антикризисной модели для анализируемого предприятия – санатория «Ай-Петри» – была использована наиболее известная модель МДА – ***Z***-счет Э. Альтмана прогнозирования банкротства (модифицированный вариант для развивающихся рынков) в связи с приоритетом антикризисной стратегии для предприятия на конец 2009 г. Порядок, представленный на рис. 7, является ключевым и основополагающим для всех этапов процедуры захватывающих вторичное позиционирование. Данная модель не претендует на роль универсальной. Однако цель ее использования на текущем этапе исследования состоит в объяснении самого порядка осуществления выбора в условиях вторичного позиционирования (к условиям внешней среды) и набора финансовых показателей в систему финансового мониторинга.

В 1983 г. Э. Альтман предложил модель для частных компаний, не размещающих свои акции на фондовом рынке. Порядок расчета интегрального показателя следующий:

$$Z^* = 0{,}717 * X1 + 0{,}847 * X2 + 3{,}107 * X3 + 0{,}420 * X4 + 0{,}998 * X5, \quad (1)$$

где ***X1 = Оборотный капитал (собственные средства) / Активы***;

X2 = Нераспределенная прибыль / Активы;

X3 = Операционная прибыль / Активы;

X4 = Собственный капитал / Обязательства;

X5 = Выручка / Активы [10].

С учетом корректировки для предприятий, работающих на развивающихся рынках, шкала прогнозирования банкротства выглядит следующим образом (увеличивает все значения на 3,25): если $Z^* > 6{,}15$ – зона финансовой устойчивости (зеленая зона); если $4{,}48 < Z^* < 6{,}15$ – зона неопределенности (серая зона); если $Z^* < 4{,}48$ – зона финансового риска (красная зона) [10].

Такая шкала вполне приемлема для сопоставления роли отдельных факторов в работе предприятий СКК Большой Ялты (не прогнозирования банкротства как такового, вероятность которого в схожих ситуациях уже значительна).

По санаторию «Ай-Петри» полученные значения модели приведены в табл. 2.

Заведомо известно, что базисное предприятие – санаторий «Ай-Петри» в 2009 г., и после прохождения отраслью дна кризисных макроэкономических явлений принял сдержанную стратегию улучшения финансового состояния.

Соответственно и активных действий в 2010 г. не планировалось, а предприятие было сосредоточено на стабилизации сложившегося состояния. Как следствие, было сохранено СФС типа ПДКН3(VI) при незначительном падении трех коэффициентов из пяти составляющих ***Z***-счет Э. Альтмана, принятого за основу для комплексной совместной оценки внутренней и внешней среды. Сам коэффициент ощутимо подрос (+69,27% и 3,41 доли), в основном за счет коэффициента ***X4***, имеющего достаточно высокий вес (важность) в модели (0,42), что и сыграло свою роль в условиях малого динамизма остальных показателей. Данный показатель относится к группе финансовой устойчивости (в основном это парус «брамсель» во «фрегат»-модели).

Заданием для этой группы в соответствии с экспресс-анализом было стабилизация сокращения, так как в основном ее показатели незначительно ухудшались.

Долгосрочным ориентиром было как раз стабилизация такого падения, в системе мероприятий направленных против достижения СФС типа КАН3(VII). Сам показатель ***X4*** уже в 2009 г. «подрос» на 4,09% по сравнению с уровнем 2008 г. (обозначен курсивом). Уровень ***Z***-счета в 2009 г. в 4,93 – указывал на зону неопределенности (и при положительных тенденциях внешней среды замедляющихся и переходящих в стагнацию после 2009 г.) прогнозировал скорее сохранение состояния ПДКН3(VI), чем реальное улучшение СФС. В 2010 г. ***Z***-счета у санатория составил 8,34, что соответствует зоне финансовой устойчивости.

К концу 2011 г. предприятие достигло типа НОРС3(V), однако стабилизации сокращения ***X1*** осуществлено не было (также относящегося к группе показателей финансовой устойчивости (наравне с ***X4***), как и расширения площади блока «Марсель» во «фрегат»-модели с показателями методически близкими к показателям рентабельности ***Z***-счета (***X2*** и ***X3***)). Предполагаемый стратегический план до конца выполнен не был.

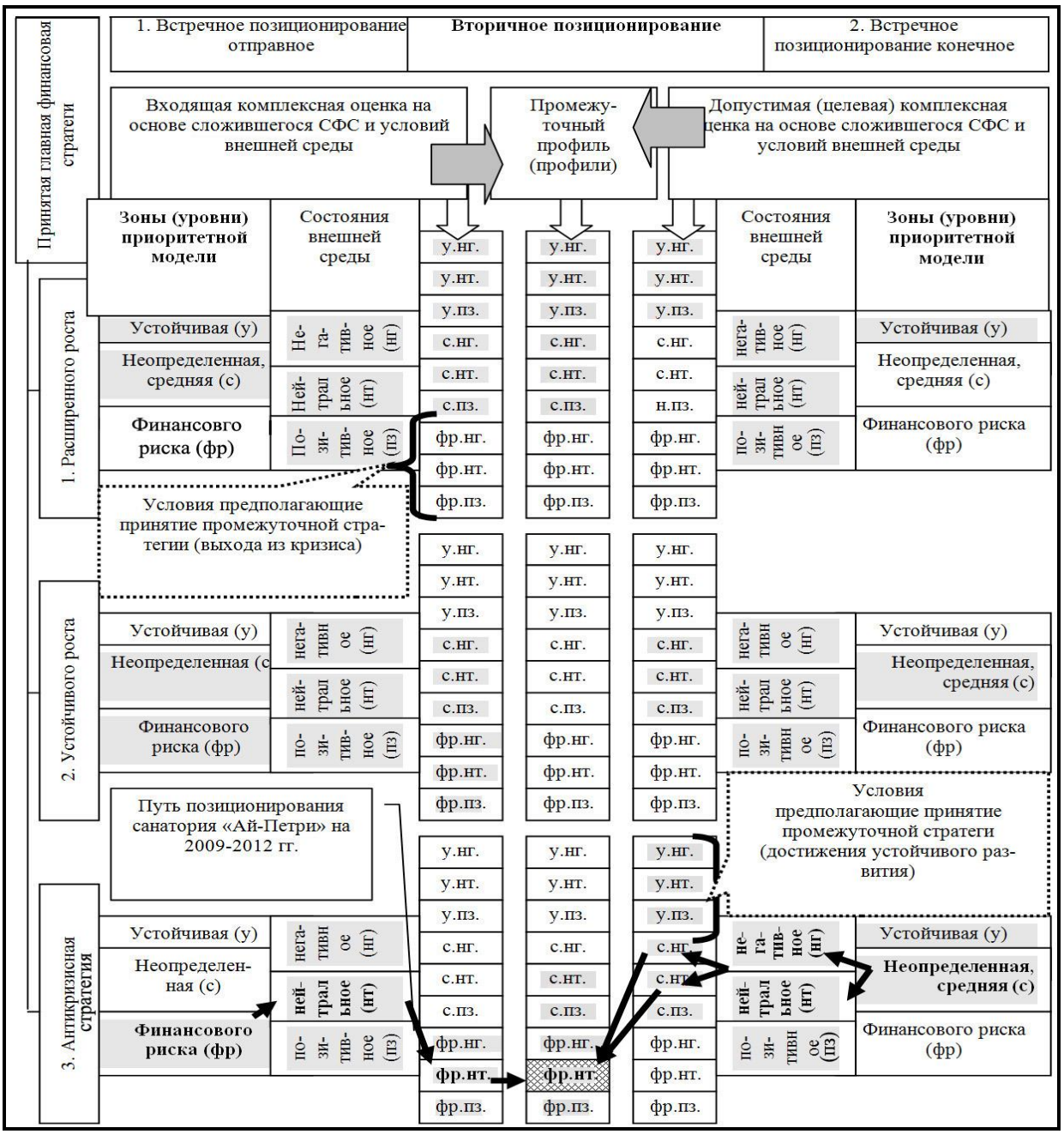

Рис. 7. Общая схема вторичного позиционирования СФС на основе комплекса факторной модели и состояния внешней среды при встречном ориентировании отправной и конечной точки стратегического плана

Таблица 2

ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ УСТОЙЧИВОСТИ ТЕНДЕНЦИЙ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ОСНОВЕ КОЭФФИЦИЕНТА Э. АЛЬТМАНА (Z-СЧЕТ, ПЯТИФАКТОРНАЯ МОДЕЛЬ ДЛЯ ПРЕДПРИЯТИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ) ПО ДАННЫМ САНАТОРИЯ «АЙ-ПЕТРИ» ЗА 2004-2013 гг.[3]

[3] Примечание к табл. 2: *↑, ↓ – обозначение соответственно тенденций роста и падения в развитии уровней финансовых коэффициентов модели на момент принятия антикризисной стратегии санаторием «Ай-Петри»; ** – условные обозначения устойчивости тенденции и величины последнего прироста (по устойчивости: Н – неустойчивая, которая проявилась в последних двух отчетных годах, У – тенденция, сохраняющаяся на протяжении не менее 3 отчетных периода (года); по значимости: Н – незначительная, прирост или падение коэффициента в последнем к принятию стратегии году (2009 г.) составляет менее 20% к предыдущему году – на основе цепного темпа роста за вычетом 100% (темп прироста); З – значительный прирост (падение) при темпе прироста более 20% за год).

Показатели	*Z*-счет	X1	X2	X3	X4	X5
Годы, типы СФС на основе «фрегат»-модели и уровни составных коэффициента Э. Альтмана без весовых коэффициентов						
2004	6,87	-0,01	0,02	0,04	14,76	0,52
2005, НОР С1 (III)	3,60	-0,07	0,04	0,06	6,82	0,56
2006, ХАУ (IV)	6,95	0,02	0,04	0,08	14,36	0,63
2007, ХАУ (IV)	7,31	0,03	0,05	0,08	14,86	0,76
2008, НОР С3 (V)	4,56	0,06	0,07	0,13	7,28	0,98
2009, ПДКН 3 (VI)	4,93	0,12	0,13	0,19	7,58	0,97
Тенденция*	↑(Н;Н)**	↑ (Н;З)	↑ (Н;З)	↑ (Н;З)	↑ (Н;Н)	↓ (Н;Н)
2010, ПДКН 3 (VI)	8,34	0,10	0,09	0,15	15,93	1,05
2011, НОР С3 (V)	4,41	0,06	0,06	0,12	6,97	1,00
2012, ПДКН (VI)	6,71	0,10	0,09	0,13	11,93	1,14
2013, ПДКН 3(VI)	2,73	0,11	0,06	0,09	3,36	0,90
Темпы роста (цепные), %						
2004	–	–	–	–	–	–
2005	52,43	549,30	169,40	137,50	46,23	107,48
2006	193,15	-33,57	91,63	130,49	210,47	112,78
2007	105,03	146,81	134,11	99,00	103,48	119,67
2008	62,43	189,29	148,76	172,76	49,02	129,22
2009	108,06	188,52	169,18	141,06	104,09	98,99
2010	169,27	0,84	0,74	0,78	2,10	1,08
2011	52,82	0,66	0,69	0,83	0,44	0,96
2012	152,34	1,55	1,31	1,10	1,71	1,14
2013	40,74	1,15	0,75	0,70	0,28	0,78
Абсолютные приросты (цепные)						
2004	–	–	–	–	–	–
2005	-3,27	-0,054	0,017	0,016	-7,936	0,03
2006	3,35	0,087	-0,003	0,018	7,538	0,072
2007	0,35	0,010	0,013	-0,001	0,499	0,125
2008	-2,74	0,029	0,024	0,056	-7,576	0,222
2009	0,37	0,054	0,051	0,055	0,298	-0,010
2010	3,41	-0,019	-0,032	-0,041	8,345	0,077
2011	-3,94	-0,033	-0,029	-0,026	-8,959	-0,045
2012	2,31	0,035	0,020	0,013	4,964	0,140
2013	-3,98	0,015	-0,021	-0,040	-8,572	-0,247

Вследствие чего, в 2012 г. в условиях относительно стабильной (стагнационной) внешней среды, – предприятие окончательно получило СФС типа ПДКН3(VI) (который остался действующим и на 2013 г.). Долгое нахождение предприятия в таком СФС означает потерю конкурентного преимущества и практически безальтернативный переход к СФС типа КАН3(VII), – даже при относительном улучшении параметров внешней среды.

Комплексный анализ взаимодействия факторов будущего развития

Основная задача данной процедуры – это установление причин, по которым предприятие не смогло бы выдержать стратегический (в случае санатория «Ай-Петри») антикризисный план.

Причины в финансовом анализе не могут быть абстрактными, вследствие чего их роль должна быть количественно оценена и все они носят названия фактора. Все факторы разделены на внутренние и внешние.

На уровне углубленного анализа основными методами, оценки внутренней среды, должны выступать методы факторного анализа (как наиболее специфические и характерные для него).

Однако современные методы машинной (компьютерной) обработки информации позволяют произвести анализ факторов по коэффициентам основных тематических групп еще на этапе экспресс-анализа.

Некоторые авторы (например, Лихтарова О.В.) в системном понимании финансового анализа и предполагают данные работы провести именно на первом процедурном этапе [4].

Вместе с тем, если отталкиваться от цели проведения углубленного анализа в системе стратегического, – то основным его заданием должно быть обоснование наиболее правильной альтернативы (с точки зрения реализуемой стратегии, политики и тактического задания финансового анализа).

Анализ внешней среды (на основе ***SWOT***-анализа) данный ученый-практик предлагает провести только на третьем этапе (носящем у автора синтезнормативный характер), в том числе и для обоснования политики развития предприятия в будущем, что вполне соответствует общей структуре процедуры финансового анализа настоящего исследования.

Первоначально в качестве факторной модели можно принять указанную модель Э. Альтмана, в которой роль факторов играют отдельные коэффициенты, его составляющие, (с учетом перемножения на веса важности, присоединенные каждому из значений), такой вариант представлен в табл. 3.

Таблица 3

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ ПЯТИФАКТОРНОГО КОЭФФИЦИЕНТА Э. АЛЬТМАНА (ВАРИАНТ ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ) ПО ПРЕДПРИЯТИЮ – САНАТОРИЙ «АЙ-ПЕТРИ»[4]

Показатели	Годы									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Сумма
I. Виды пересчетов для факторного анализа методом цепных подстановок (кратная модель)										
Чистый базис (нулевой)	6,87	3,60	6,95	7,31	4,56	4,93	8,34	4,41	6,71	53,68
Усл. 1	6,83	3,66	6,96	7,33	4,60	4,91	8,32	4,43	6,72	53,77
Усл. 2	6,84	3,66	6,97	7,35	4,64	4,89	8,29	4,45	6,70	53,80
Усл. 3	6,89	3,72	6,97	7,52	4,81	4,76	8,21	4,49	6,58	53,96
Усл. 4	3,56	6,88	7,18	4,34	4,94	8,27	4,45	6,57	2,98	49,17
Чистый отчет	3,60	6,95	7,31	**4,56**	**4,93**	8,34	4,41	6,71	2,73	49,54
Общее отклонение	-3,27	3,35	0,36	-2,75	0,37	3,41	-3,93	2,30	-3,98	-
II. Влияние факторов-коэффициентов в модели Z-счет Э. Альтмана (из последующего расчета вычитается предыдущий расчет, в колонке сверху вниз) с обозначением принадлежности каждого к блокам («парусам») «фрегат»-модели установления СФС:										
X1 (Б – финансовой устойчивости)	-0,04	0,06	0,01	0,02	0,04	-0,01	-0,02	0,02	0,01	0,09
X2 (М – рентабельности)	0,01	0,00	0,01	0,02	0,04	-0,03	-0,02	0,02	-0,02	0,03
X3 (М – рентабельности)	0,05	0,06	0,00	0,17	0,17	-0,13	-0,08	0,04	-0,12	0,16
X4 (Б – финансовой устойчивости)	-3,33	3,17	0,21	-3,18	0,13	3,50	-3,76	2,08	-3,60	-4,79
X5 (С – оборачиваемости)	0,04	0,07	0,12	0,22	-0,01	0,08	-0,05	0,14	-0,25	0,37
Сумма влияния факторов	-3,27	3,35	0,35	-2,74	0,37	3,41	-3,94	2,31	-3,98	-4,13
III. Влияние факторов в % к сумме лет (показатель динамики)										
X1 (Б – финансовой устойчивости)	-42,62	69,60	8,19	22,93	43,03	-14,76	-26,00	27,74	11,89	100,00
X2 (М – рентабельности)	41,52	-8,48	31,68	60,73	128,17	-80,23	-71,14	50,13	-52,38	100,00
X3 (М – рентабельности)	32,03	35,80	-1,53	110,38	107,61	-80,61	-50,58	24,91	-78,02	100,00
X4 (Б – финансовой устойчивости)	69,62	-66,12	-4,38	66,46	-2,61	-73,20	78,59	-43,55	75,20	100,00
X5 (С – оборачиваемости)	10,52	19,33	33,55	59,64	-2,67	20,65	-12,22	37,60	-66,40	100,00
IV. Влияние факторов, % (удельный вес в сумме общего отклонения, важность в формировании общего уровня Z-счет Э. Альтмана)										
X1 (Б – финансовой устойчивости)	1,17	1,87	2,11	-0,75	10,54	-0,39	0,59	1,08	-0,27	-
X2 (М – рентабельности)	-0,43	-0,09	3,07	-0,75	11,84	-0,80	0,61	0,74	0,45	-
X3 (М – рентабельности)	-1,55	1,69	-0,69	-6,37	46,32	-3,74	2,03	1,71	3,10	-
X4 (Б – финансовой устойчивости)	102,00	94,39	59,92	115,94	34,00	102,68	95,60	90,41	90,52	-
X5 (С – оборачиваемости)	-1,20	2,14	35,60	-8,07	-2,70	2,25	1,15	6,06	6,20	-
Итого	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	-

Коэффициенты-факторы группы ***Б*** должны были быть подвергнуты «стабилизации сокращения» – это такие как ***X1*** и ***X4***, как видно из табл. 3, к 2011 г. стабилизировался только ***X4***. Коэффициенты-факторы группы М должны были быть расширены, в нашей модели к ним относятся ***X2*** и ***X3*** – некоторое их расширение как влияющего фактора (при постоянном падении в абсолюте с 2009 по 2011 г.) можно наблюдать только на конец 2011 г., но учитывая что их вес в общей сумме влияния факторов невелик, - особой роли в оказании влияния на уровень модели они не сыграли. Коэффициент-фактор группы ***М*** в модели это коэффициент ***X5***, по стратегическому плану он не должен был особо меняться для достижения целевого СФС. В основном уровень был сохранен. Как видно из данных табл. 3 (раздел IV), наибольший вклад в формировании коэффициента (***Z***-счет Э. Альтмана) по санаторию «Ай-Петри» за 2005-2008 гг. имел коэффициент ***X4***, но в 2009 г. первенство получил ***X3***, на основе своей высокой динамичности и коэффициента важности (веса) в самой модели. Учитывая то, что уровни суммарного коэффициента в 2008 и 2009 гг. были в неопределенной зоне (4,56 и 4,93 соответственно, см. раздел I табл. 3), и сам коэффициент имел тенденцию к росту (хотя и неустойчивую). Прогнозирование СФС типа ПДКН3(VI) как наиболее вероятного, при установленных ранее характеристиках тенденций каждого коэффициента (табл. 2) можно считать оправданным. Все коэффициенты показывали тенденцию хоть и неустойчивую, но к росту (кроме ***X5***, который незначительно падал). При сдержанном и последовательном стратегическом плане, означающем стабилизацию динамики ухудшения финансового состояния (выравнивания) в первом году (2010 г.) количественным ориентиром относительно ***Z***-счета Э. Альтмана можно считать уровень в 4,5-4,6 (чтобы в прогнозе значилось хорошее финансовое состояние на 2011 г.). Санаторию «Ай-Петри» в 2010 г. удалось достичь значения в 8,34. Это значительно превышает установленный ориентир, в 2011 г. Фактически было достигнуто хорошее финансовое состояние. Однако известно, что уже в 2012 г. СФС ушло в сектор предкризисного СФС и там оставалось и в 2013 г. Подводя итог анализу, необходимо отметить, что сам расчет должен был помочь выяснить, не был ли слишком рискованным вариант трансформации СФС и не привел ли он к истощению ресурсов для дальнейшего стратегического развития предприятия. Из факторного анализа модели ***Z***-

[4] Примечание к табл. 3: светло-серый цвет – период принятия главной финансовой стратегии (базисный год); темно-серый цвет - период окончания действия главной финансовой стратегии (конечный год).

счета Э. Альтмана нам известно, что санаторий «Ай-Петри» сделал акцент на укреплении показателя ***X4*** (отношение показателя «Собственный капитал» к показателю «Обязательства»).

Если учесть что в 2009 г. реальное развитие будущего невозможно оценить точно, аналитик в своей работе мог отталкиваться от сложившихся тенденций. Как видно из данных табл. 4, динамика собственного капитала как фактора в формировании уровней коэффициентов модели год от года только увеличивалась (за 2007-2009 г. выделены шрифтом).

Таблица 4

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ВТОРОГО УРОВНЯ СОПОДЧИНЕННОСТИ В КОМПЛЕКСНОЙ СИСТЕМНОЙ МОДЕЛИ ВТОРИЧНОГО СТРАТЕГИЧЕСКОГО ПОЗИЦИОНИРОВАНИЯ (Z-СЧЕТЕ Э. АЛЬТМАНА) ПО СХЕМЕ ЦЕПНЫХ ПОДСТАНОВОК (НА ОСНОВЕ ДАННЫХ САНАТОРИЯ «АЙ-ПЕТРИ» ЗА 2005-2013 ГГ., В ДОЛЯХ И ПРОЦЕНТАХ)

Коэффициенты Z-счета, их факторы и величины влияния в %	Годы								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Коэффициент ***X1***:	-0,012	-0,065	0,022	0,032	0,061	0,115	0,097	0,064	0,099
Собств. капитал (ПI)	0,0269	0,1481	**0,0321**	**0,0447**	**0,1066**	0,0466	0,0301	0,0566	0,0419
Раздел I актива (AI)	-0,0873	-0,0586	-0,0207	-0,0088	-0,0392	-0,0663	-0,0557	-0,0209	0,0016
Первый фактор, в %	-50,21	169,36	**311,76**	**155,11**	**197,19**	-251,49	-92,07	162,47	280,51
Второй фактор, в %	163,00	-67,06	-201,71	-30,44	-72,50	357,48	170,47	-59,88	11,02
Сумма факторов, в %	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Коэффициент ***X2***:	0,024	0,041	0,037	0,050	0,074	0,126	0,093	0,065	0,085
И т.п.									

В основном это происходило под действием увеличения прибыли. Такая ситуация ввела в заблуждение руководства компании, которое посчитало сложившееся положение дел малорисковым. Однако внешняя среда вошла в полосу затяжной стагнации с негативным окрасом (показатели макросреды постоянно колебались между падением и незначительным приростом). Прогнозное финансовое состояние в 2009 г. на основе модели ***Z***-счета Э. Альтмана указывало на неопределенную ситуацию. Руководящие работники предприятия обосновывали свои решения скорее интуицией и не смогли реально оценить исторические методы и параметры работы, сложившиеся за годы многолетней практики, а также реальную конкурентоспособность собственных курортных услуг на динамично-меняющемся рынке в условиях преодоления последствий глобального экономического кризиса.

В 2010 г. фактор собственного капитала (значения выделены подчеркиванием) теряет свою лидирующую позицию в моделях коэффициентов ***X1*** и ***X4*** и только путем значительного сокращения обязательств (т.е. заемных средств) уровень ***X4*** позволил (при его высоком коэффициенте значимости в ***Z***-счете) получить достаточно высокое значение модели прогнозирования банкротства. Прибыль в 2010 г. вследствие стагнационных процессов, перешедших в хроническую фазу, значительно сократилась, но не потеряла свое лидирующее место (в коэффициентах ***X2*** и ***X3***). Удержание лидерских позиций произошло только из-за относительно более динамичного по отношению к ней падению суммы активов предприятия. В подтверждение этого была осуществлена краткая характеристика динамики выручки и совокупных активов по санаторию «Ай-Петри» за 2005-2013 гг., табл. 5.

Таблица 5

АНАЛИЗ ДИНАМИКИ ВЫРУЧКИ И СОВОКУПНЫХ АКТИВОВ ПО САНАТОРИЮ «АЙ-ПЕТРИ» ЗА 2005-2013 ГГ. (НА ОСНОВЕ ЦЕПНОГО ТЕМП ПРИРОСТА)

%

Годы	Темпы прироста выручки	Темпы прироста активов
2005	18,72	10,46
2006	23,08	9,13
2007	23,51	3,20
2008	44,26	11,64
2009	10,46	11,59
2010	6,67	-1,15
2011	6,22	11,03
2012	15,00	0,91
2013	-1,90	25,17

Темпы роста выручки в 2009 г. значительно сократились, и показали динамику ниже прироста стоимости активов. Учитывая их сопоставимые абсолютные размеры, влияние выручки в показателе оборачиваемости активов сокращается, что приводит к падению и коэффициента оборачиваемости активов.

В абсолютном выражении в 2009 г. выручка значительно возросла. Основная причина этого – инфляционное падение гривны в результате развертывания глобального экономического кризиса 2008-2009 гг., предприятие значительно повысило цены на свои услуги, а также провела переоценку некоторых видов запасов. Параллельный рост расходов не дал эффекта от повышения цен и операционная прибыль (как и нераспределенная) в 2010-м и 2011 гг. даже сократилась.

Фактор «Сумма активов» (в показателях ***X2***, ***X3*** и ***X5***) в основном негативно влиял на формирование уровня соответствующего коэффициента-фактора и его величина приобрела незначительные положительные значения в 2010 г. по нескольким показателям.

Как вывод можно заключить, что антикризисные мероприятия на санатории «Ай-Петри» носили формальный и однобокий характер. Предприятие в 2009 г. ввело режим жесткой экономии и свертывания деятельности по целому спектру малорентабельных услуг. В результате чего значительно сократился удельный вес заемного капитала (обязательств), но

показатель ***X4*** достиг избыточного уровня – 7,58 в 2010 г. и даже 15,93 в 2012 г. Показатели ***X1***, ***X2*** и ***X3*** также немного приросли, однако факторный анализ вскрыл ситуацию их преимущественного увеличения не за счет роста результативных факторов (по показателям числителя соответствующего коэффициента факторной модели второго уровня, а именно нераспределенной и операционной прибылей и выручки), а за счет сокращения влияния факторов раздела I актива (Необоротные активы) баланса и валюты баланса. Путем формальных методов кризис ликвидности предприятия был отсрочен, операционный кризис и низкие показатели производственной рентабельности и рентабельности продаж были компенсированы «раздуванием» показателей финансовой устойчивости, а стратегический кризис, характеризуемый падением оборачиваемости и потоковых показателей, вообще не компенсировался. Кризис на базовом предприятии относился к кризисам этапа умирания на кривой ЖЦО и простым корректирующим воздействием на структуру баланса не мог быть полностью преодолен.

Наиболее важные для оценки стратегического и долгосрочного кризиса потоковые показатели («киль» «фрегат»-модели) практически не нашли свое отражение в модели ***Z***-счета Э. Альтмана и в проведенном факторном анализе. Они меняются позже всех и колеблется с меньшей амплитудой – но долгосрочные изменения в них зависят в основном от стратегических параметров предприятия, а не от конъюнктурных кризисов на рынке. Дополнить приведенные характеристики можно в сокращенном виде на основе анализа динамики показателей данной группы (табл. 6).

Как видно из данных табл. 6, потоковые показатели подтверждают выводы, полученные на основе анализа показателей отдельных тематических групп, входящих в модель (***Z***-счет Э. Альтмана). Улучшение в 2011 г. не стало началом стабильного роста данных показателей, в 2012 г. они все ощутимо упали (в два-три раза) и восстановились (частично) только в 2013 г.

Совокупность всех действий позволило достаточно условно стабилизировать СФС в 2011 г., однако значительно снизил ресурсные возможности предприятия для устойчивого роста (следующее стратегическое задание в соответствии с финансовой философией) в стратегической перспективе.

Структура капитала у предприятия не вызывала опасений даже в кризисные годы (2008-2009 гг.), и как задание для финансовых управляющих должны были быть зафиксированы другие ориентиры – стабилизация показателей финансовой устойчивости и платежеспособности при одновременном расширении показателей рентабельности.

Таблица 6

ПОТОКОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГРУППЫ «КИЛЬ» «ФРЕГАТ»-МОДЕЛИ КОМПЛЕКСНОЙ ОЦЕНКИ СФС ПО САНАТОРИЮ «АЙ-ПЕТРИ» В 2005-2013 гг.

Год	Показатели и нормативы их уровня		
	ДК1 (Чистое движение средств от операционной деятельности в отчетный период / Совокупный капитал) (> 0,1)	**ДК2 (Чистое движение средств от операционной деятельности в отчетный период / (Необоротные активы)) (> 0,15)**	**ДК12 (Чистое движение средств от операционной деятельности в отчетном периоде / Производственная себестоимость) (> 0,3)**
2005	0,097	0,73	0,366
2006	0,119	0,844	0,27
2007	0,155	1,625	0,261
2008	0,135	0,74	0,185
2009	0,134 (=)	0,578 (↓)	0,192 (↑)
2010	0,162 (↑)	1,044 (↑)	0,196 (↑)
2011	0,259 (↑)	1,371 (↑)	0,32 (↑)
2012	0,103 (↓)	0,584 (↓)	0,114 (↓)
2013	0,205 (↑)	0,596 (=)	0,297 (↑)

По результатам факторного анализа за 2007-2009 гг. требовалась коррекция приоритетов достижения приемлемого уровня ***Z***-счета Э. Альтмана. Например, в рамках процедуры «Анализа возможных сдвигов целей и критериев» (в завершении этапа VII «Прогноз и анализ будущих условий»). В политике реализации финансовой стратегии необходимо было прописать ограничения на свертывание деятельности предприятия и поощрения действия экстенсивных мероприятий наращения выручки при допущении некоторого ухудшения финансовой устойчивости и платежеспособности. Основная цель – поддержание активного роста ресурсной базы и соответственно валюты баланса для подготовки условий реализации стратегии устойчивого развития в долгосрочном аспекте, чем и были бы обеспечены фундаментальные преимущества в привлечении инвестиций.

После проведенного исследования факторов необходимо осуществить оценку относительной важности целей именно по их соответствию стратегическому плану смены СФС. Ее можно реализовать на основе ранжирования важности процессов. Существует несколько подходов к ранжированию процессов, однако здесь применена простейшая из методик. На первом этапе необходимо составить перечень основных процессов в развитии СФС. Затем сформировать рабочую таблицу следующего вида (табл. 7).

Эффективность процесса устанавливалась на основе закономерностей обязательного перехода от одного профиля «фрегат»-модели к другому. В соответствии с достаточно умеренным, с точки зрения активности требуемого перехода по последовательному стратегическому плану (см. рис. 6), санаторию «Ай-Петри» требовалось проводить политику нарастающих изменений в течение переходного периода стратегии (2010-2011 гг.), от ПДКН3(VI) до НОРС3(V).

Таблица 7

РАНЖИРОВАНИЕ ПРОЦЕССОВ ОРГАНИЗАЦИИ (САНАТОРИЯ «АЙ-ПЕТРИ») С ТЕНДЕНЦИЯМИ, СЛОЖИВШИМИСЯ В РАЗВИТИИ ФАКТОРОВ ДО 2009 Г. И НЕЙТРАЛЬНОЙ СРЕДОЙ В 2009 г. С ПРЕДПОЛАГАЕМЫМ ЕЕ ПОСТОЯННЫМ

УХУДШЕНИЕМ ДО КОНЦА РЕАЛИЗАЦИИ СТРАТЕГИИ)[5]

Важность процесса/состояние процесса	Высокая эффективность	Средняя эффективность	Низкая эффективность
Очень важный процесс	Процесс 3**	–	Процесс 7*
Важный процесс	–	Процесс 2***; процесс 5***	–
Второстепенный процесс	Процесс 1	Процесс 6	Процесс 4

Важность процессов устанавливается в соответствии со стратегическим планом развития (трансформации) профиля и финансовой политикой предприятия (приоритет формального улучшения финансового состояния без будущего или постепенного его улучшения с приоритетом полной стабилизации и развития в соответствии с общей финансовой философией).

При стабилизации сокращения блока «Б3» за который отвечает коэффициент ***X1*** в ***Z***-счете Э. Альтмана уже показывал устойчивую тенденцию к росту, причина – раздел I актива баланса как фактор (во всех моделях) теряет свою значимость, а собственный капитал растет и величина собственных оборотных средств увеличивается (числитель ***X1***). Вследствие чего процесс 4 признан второстепенным и низкоэффективным. Аналогично по остальным процессам – определяется важность его для формирования требуемого профиля (чем сильнее отличается каждый блок во «фрегат»-модели в начальном профиле от конечного – тем важнее процесс с сложившейся тенденцией противоположного развития тенденции).

Прогнозируя свое развитие в 2009 г. на 2010-2012 гг., анализируемое предприятие – санаторий «Ай-Петри» – не учло тенденций важных процессов и не повысило их эффективность (даже несколько ухудшило). Весь акцент мероприятий был сосредоточен в углублении диспропорций в структуре капитала. Путем значительного перекрытия нормативных значений данных показателей был компенсирован недостаток (негативное влияние) сокращении выручки (и зависящих напрямую от нее потоковых показателей) и прибыли.

Соответственно основными целями должны были выступить задания по достижению устойчивого поступления выручки и повышения прибыли (именно числителей в показателях – моделях оборачиваемости и рентабельности) при сдерживании затрат и допустимым ухудшением финансовой устойчивости в силу увеличения доли заемных средств.

После проведенного ранжирования процессов необходимо уточнить конечные (на конец действия стратегии) значения конкретных величин того или иного фактора на основе оптимизации (учитывая, что ***Z***-счет Э. Альтмана должен быть сформирован на уровне не менее 4,5). Этого можно добиться различными путями, и для выбора наиболее приемлемого с точки зрения ограничения риска и эффективности применимы методы линейного программирования (по методике, используемой в рамках системы мероприятий антикризисного управления такого ученого как Градов А.П.) [3].

Однако в текущем варианте оптимизацию можно провести проще, отталкиваясь от того положения, что важность каждого из факторов находится в зависимости от коэффициентов ***Z***-счета Э. Альтмана (***x1***, ***x2***, ***x3***, ***x4***, ***x5***), и их роль в формировании итогового оценочного показателя уже установлена и отображена в закрепленных за ними весовых коэффициентах. Сформировать мнение об их достаточности можно, отталкиваясь от их уровней при действующем нормальном и хорошем финансовом состояниях (НОРС и ХАУ). Для объективности можно взять в качестве ориентира их средние значения за предыдущие 4 года, которые и обеспечивают нейтральный уровень ***Z***-счета около 4,5 (точнее 4,48) (табл. 8).

Таблица 8

ОРИЕНТИРОВОЧНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ КОЭФФИЦИЕНТОВ В СОСТАВЕ УРАВНЕНИЯ Z-СЧЕТА Э. АЛЬТМАНА ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ МИНИМАЛЬНО ПРИЕМЛЕМОГО УРОВНЯ РИСКА БАНКРОТСТВА (ПО САНАТОРИЮ «АЙ-ПЕТРИ»)

Показатели	Весовые значения коэффициентов (константы)	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	Средние ориентировочные значения, принятые в качестве целевых ориентиров для стратегии	Произведение уровней коэффициентов и весовых значений
Z-счет	-	6,95	7,31	4,56	4,93	4,48	-
X1	0,717	0,02	0,03	0,06	0,12	0,04	0,03
X2	0,847	0,04	0,05	0,07	0,13	0,06	0,05
X3	3,107	0,08	0,08	0,13	0,19	0,12	0,37
X4	0,420	14,36	14,86	7,28	7,58	7,60	3,19
X5	0,998	0,63	0,76	0,98	0,97	0,80	0,80

Отталкиваясь от приоритетных процессов и ограничений стратегического плана, можно установить основные задания (цели второго уровня) корректировки значений факторов второго уровня соподчиненности. Они сводятся к заданиям изменения роли прибыли (двух видов) и структуры активов и величины выручки:

- при ожидаемом снижении коэффициента ***X5*** до значения 0,8 ежегодный прирост выручки за время реализации главной финансовой стратегии (с 2009 г. по 2012 г.) должен составлять не менее 5,0%, или 2 млн. грн., при одновременном приросте совокупных активов в 6,0% (темп прироста цепной);

[5] Примечание к табл. 7: Перечень процессов в развитии визуального профиля санатория «Ай-Петри». I. Проистекающие процессы-состояния (увеличение, сокращение): процесс 1 – увеличения влияния собственного капитала; процесс 2 – сокращение влияния раздел I актива баланса (необоротные активы); процесс 3 – увеличение влияния нераспределенной прибыли; процесс 4 – сокращение влияния суммы активов; процесс 5 – увеличение влияния операционной прибыли; процесс 6 – сокращение влияния суммы обязательств; процесс 7 – сокращение влияния выручки. II. Требуемые мероприятия-задания (повышение, поддержка тенденции, сокращение): * – первоочередное задание повышения эффективности очень важного процесса; **, *** – вспомогательные задания поддержки тенденций (при достижении требуемого СФС).

- при ожидаемом снижении ***X4*** за счет более широкого использования краткосрочного заимствования средств и сохранении краткосрочной кредиторской задолженности на уровне 5 млн. грн.;
- при ожидаемом сокращении и последующим удержанием коэффициента ***X3*** на уровне 0,12 при ухудшающихся условиях внешней экономической среды, операционная прибыль должна остаться на уровне 6 млн. грн. (при среднегодовых темпах падения не более 15%) и приросте совокупных активов в 6% годовых.

В общей классификации целей все представленные целевые ориентиры являются взаимодополняющими – ведущими к увеличению выручки и прибыли.

При предложенном подходе, в отличие от применения методов линейного программирования оптимизации параметров главной финансовой стратегии, учитываются способности предприятия по практическому достижению целевых уровней, как самих коэффициентов, так и факторов их формирующих.

То есть таких, которые предприятие уже достигало в прошлом, что значительно сокращает риск возникновения противоречий между теоретически рассчитанными значениями и реальными условиями конкретного предприятия в конкретных условиях внешней среды.

Таких противоречий можно избежать (в определенной мере) применением более сложных методов имитационного моделирования, чья точность определяется количеством наблюдений для установления корреляции отдельных факторов в общей системе проистекающих процессов на предприятии. Однако данные методы редко бывают универсальными, чаще всего создаются для одного предприятия и для других применимы только при условии высокой хозяйственно-экономической близости параметров.

Их недостатками являются также и отсутствие активного учета резких изменений внешней среды и требование высокой аналитической квалификации к учетно-аналитическим работникам предприятия.

Вместе с тем полученные значения при использовании предложенного метода достаточно приблизительны по сравнению с математически обоснованными размерами приростов активов, капитала, выручки и прибыли при использовании методов оптимизации. Однако для установления ориентиров главной финансовой стратегии достигнутой точности в 1 млн. грн., (в масштабах санатория «Ай-Петри», это 2-2,5% от размеров совокупных активов и выручки) вполне достаточно.

Следующим этапом является построение дерева целей для главной финансовой стратегии по результатам проведенного углубленного анализа, (рис. 8), на основе которого в дальнейшем реализуются такие структурные этапы процедуры стратегического финансового анализа как IX «Отбор вариантов» и X «Диагноз существующей системы».

Рис. 8. Дерево целей реализации главной финансовой стратегии санатория «Ай-Петри» в 2009-2012 гг. при одновременном совмещении целей для установления основных корректировок функциональных стратегий

В значительной степени реализация этапа X «Диагноз существующей системы» связана с заданиями экономического анализа хозяйственной деятельности предприятия (в части оценки производственных мощностей). Однако влияние выбранной цели главной стратегии повлияло на содержание функциональных стратегий и в приведенном примере (санаторий «Ай-Петри»). Ключевую роль должны сыграть результаты проведения факторного анализа прибыли, структуры капитала и выручки с акцентом на увеличении роли их приростов за счет реализации дополнительных услуг. Варианты факторного анализа по мультипликативным моделям прибыли и выручки и аддитивным моделям капитала (структуры) широко представлены в литературе, например, в работах Савицкой Г.В. [7]. Цель проведения такого анализа заключается в установлении желательных и нежелательных тенденций в развитии формирующих данные объекты факторов с точки зрения главной финансовой стратегии. Обобщающим заданием выступило установление наличия финансовой стратегии как таковой в оценке логики

действий финансового управления при обеспечении устойчивого развития предприятия.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основное отличие предложенной методике от классического проведения углубленного анализа по приоритетным факторным моделям (установленным таковыми по результатам экспресс-анализа) состоит в использовании единой центрирующей модели стратегически-ориентированного типа. Кроме модели прогнозирования банкротства может быть использованы и другие модели многофакторного дискриминантного анализа (МДА-модели), – активного инвестирования, рейтинговой оценки устойчивого развития. Их составные элементы представлены во внутреннем профиле «фрегат»-модели. Именно последняя при позиционировании ее развития к внешней среде позволяет установить тип приоритетной МДА-модели.

Углубленный анализ в таком случае осуществляется в совместной оценке основных объектов финансового менеджмента: капитал, прибыль, потоки. Что позволяет учитывать особый механизм системного взаимодействия таких объектов, для каждого предприятия индивидуально в сложившихся тенденциях внешней среды не прибегая к разработке модели имитационного моделирования (что предлагает Бланк И.А. для таких целей) [2]. При этом значительно упрощается выбор источников финансирования и формирования источников, отражающий условия и основные акцент построения финансового профиля анализируемого предприятия в стратегическом ключе. Другими словами, установить альтернативы финансового развития становиться намного проще, следующим профилем будет один из граничных к действующему типу «фрегат»-модели. Универсальная параметрическая системная модель второго уровня (МДА-модель); модель премиум-показателя (финансового коэффициента) и модели объектов финансового управления, системно взаимодействуют и позволяют наиболее полно раскрыть обоснованность сформированных уровней и приемлемость тенденций развития финансовой сферы предприятия по отношению к установкам принятой главной финансовой стратегии.

Сравнив время нахождения в каждом типе СФС, полученных на основе «фрегат»-модели и среднеотраслевые значения, вполне возможно оценить состояние финансового управления компанией. Высокая адаптивность к внешним общеэкономическим кризисам, указывает и на наличие долгосрочных приоритетов развития на том или ином укрупненном этапе ЖЦО, что значительно влияет на цену предприятия и способность реального приращения капитала в будущем.

Вторичным эффектом повышения системности явилось обеспечение четкой идентификации мероприятий финансового управления формального типа, предпринятых в попытке приукрасить реальное положение дел и поднять стоимость компании в глазах потенциальных инвесторов вместо мероприятий реального повышения конкурентного статуса предприятия.

Литература

1. Андреев В.Е. Многоуровневый анализ взаимосвязей индикаторов фондового рынка Российской Федерации [Электронный ресурс] / В.Е. Андреев. URL: http://gu-unpk.ru/public/file/-defence/Andreev_Vladimir_Evgenevich_01.10.2014.pdf.
2. Бланк И.А. Финансовый менеджмент [Текст] : учебный курс : монография / И.А. Бланк. – Киев : Эльга ; Ника-Центр, 2005. – 656 с.
3. Градов А.П. Экономическая стратегия фирмы [Текст] : учеб. пособие / А.П. Градов ; под ред. засл. деят. науки РФ, д-ра экон. наук, проф. А.П. Градова. – 2-е изд., испр. и доп. – СПб. : Специальная литература, 1999. – 589 с.
4. Лихтарова О.В. Системный подход к комплексному анализу отчетности кредитной организации и пути повышения ее аналитичности [Текст] / О.В. Лихтарова // Актуальные проблемы экономики. – 2013. – №5. – С. 333-338.
5. Малышенко В.А. Применение системно-аналитической модели финансовой устойчивости для оценки интеграционной эффективности корпорации [Текст] / В.А. Малышенко // Аудит и финансовый анализ. – 2016. – №2. – С. 83-100.
6. Малышенко К.А. и др. Фундаментальный анализ: этапы и структура [Текст] / В.А. Малышенко, К.А. Малышенко, Б.Э. Али-Заде // Nauka-rastudent.ru. – 2015. – №5. URL: http://nauka-rastudent.ru/17/2625/.
7. Савицкая. Г.В. Экономический анализ [Текст] : учеб. / Г.В. Савицкая. – М. : НИЦ ИНФРА-М, 2013. – 649 с.
8. Хаертфельдер М. Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг [Текст] / М. Хаертфельдер. – СПб., 2005. – 352 с.
9. Черняк Ю.И. Системный анализ в управлении экономикой [Текст] / Ю.И. Черняк. – М. : Экономика, 1975. – 193 с.
10. Altman E. Corporate financial distress and bankruptcy [Text] / E. Altman. – 3rd edition. – John Wiley and Sons, 2005.
11. Taffler R. Forecasting company failure in the UK using discriminant analysis and financial ratio data [Text] / R. Taffler // J. of the royal statistical society. – 1982. – Vol. 3. – Pp. 342-358.

Ключевые слова

Углубленный анализ; фундаментальный анализ фондового рынка; финансовая стратегия; финансовый анализ; финансовое состояние; финансовая политика; аналитический объект; финансовый коэффициент; системный анализ; трансформационная эффективность управления финансовым состоянием.

Малышенко Вадим Анатольевич

Малышенко Константин Анатольевич

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы. Вопросы исследования методики фундаментального анализа фондового рынка санаторно-курортного комплекса Большой Ялты практически не изучались на протяжении действия украинской юрисдикции. Несмотря на полный охват акционированием крупных и средних санаторных предприятий, корпоративные трансформации (слияния, поглощения, продажи) реализовывались пакетными сделками, и акции предприятий не попадали в свободный оборот. Научного обоснования цены предприятия и реальной стоимости его акций не осуществлялось. В настоящий момент крупные инвесторы сдерживаются санкционными рисками, стандарты обслуживания (требующие инвестиций на модернизацию) только начинают внедряться. Однако местный рынок уже исследуют инвесторы из Юго-Восточной Азии и проявляют интерес в создании совместных предприятий.

Научная новизна и практическая значимость. Научная новизна представляемого исследования объясняется использованием единой модели особого типа вместо нескольких тематических моделей для проведения факторного анализа, выступающего основным методом углубленного анализа. Уже отталкиваясь от методических особенностей системного использования сложных моделей (при позиционировании к типам внешней среды) достигается получение данных по своей природе близких к внутренней (закрытой) информации предприятия. Целевая функция формируется как динамичный комплекс количественных ориентиров, которые в дальнейшем можно легко использовать для мониторинга выполнения стратегии. Важным является идентификация самого наличия стратегии развития инвестиционного объекта и возможности отделения формальных завышений уровней некоторых групп финансовых коэффициентов путем усугубления диспропорций в капитале и активах.

Замечания. Модели многофакторного дискриминантного анализа по типу Э. Альтмана для предприятий санаторно-курортного комплекса не рассчитаны, существуют только модели, разработанные для курортных гостиниц и ресторанов Крыма, что несколько снижает точность и соответственно действенность проводимого анализа (негативность такого недостатка снижается при использовании моделей для простой координации факторов – при выяснении приоритетного).

Заключение: научная статья «Методика углубленного анализа финансового состояния реализуемого в системе фундаментального анализа фондового рынка» соответствует всем требованиям, предъявляемым к работам такого рода. Данная статья может быть рекомендована к публикации.

Житный П.Е., д.э.н., профессор, директор Ялтинского филиала Гуманитарно-педагогической академии Института экономик и управления Крымского федерального университета им. В.И Вернадского, г. Ялта.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ