

Н. А. Львова



ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

монография

Под редакцией

доктора экономических наук,
профессора **В. В. Иванова**

ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА В СИСТЕМЕ
ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА
НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА ПРЕДНАМЕРЕННОГО
БАНКРОТСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА
РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ



ДИАГНОСТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ
МОНОГРАФИЯ МОНОГРАФИЯ МОНОГРАФИЯ МОНОГРАФИЯ

Надежда Алексеевна Львова

Финансовая диагностика предприятия. Монография

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=21536746

Издательство ООО "Проспект"; 2015

ISBN 9785392175673

Аннотация

Книга посвящена проблемным вопросам финансовой диагностики предприятия. Концепция финансовой диагностики исследуется во взаимосвязи с особенностями кризисного состояния предприятия и его финансовой устойчивости, в контексте жизненного цикла организаций. Рассматриваются современные методы и модели диагностики финансовой несостоятельности, возможности их применения в отношении российских предприятий. Раскрывается специфика финансовой диагностики в условиях неплатежеспособности. Обосновывается методика финансовой диагностики преднамеренного банкротства. Отдельное внимание уделяется проблемам финансовой диагностики российских эмитентов. Законодательство приведено по состоянию на май 2014 г. Для научных работников и специалистов в области корпоративных финансов, студентов, аспирантов, преподавателей экономических специальностей вузов.

Содержание

Предисловие	5
Глава 1	13
1.1. Содержание и задачи финансовой диагностики	13
1.2. Кризисное и финансово-устойчивое состояния предприятия	23
1.3. Финансовые особенности жизненного цикла предприятия	46
Глава 2	71
2.1. Банкротство предприятия в представлениях финансовой науки	71
2.2. Методы диагностики финансовой несостоятельности предприятия	84
2.3. Диагностика финансовой несостоятельности (банкротства) российских... предприятий	116
Глава 3	133
3.1. Эволюция представлений о несостоятельности предприятия	133
Конец ознакомительного фрагмента.	147

ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

Н. А. Львова

Монография

Под редакцией **доктора экономических наук, профессора В. В. Иванова**



[битая ссылка] ebooks@prospekt.org

Предисловие

Диагностика является самостоятельным и относительно малоисследованным направлением финансового анализа. В англоязычной литературе термин «*корпоративная финансовая диагностика*» (corporate financial diagnostics) используется редко. Наиболее близким к нему по смыслу выступает «*оценка финансового здоровья фирмы*» (corporate financial health assessment), которая чаще всего ассоциируется с прогнозированием финансовых затруднений¹.

Представитель европейской финансовой школы Бернар Коласс рассматривает корпоративную финансовую диагностику в более глубоком смысле как анализ финансового положения предприятия, построенный таким образом, «чтобы выявлять в динамике симптомы явлений, которые могут задержать достижение поставленных целей и решение задач, подвергая опасности планируемую деятельность»². Широкая трактовка финансового здоровья фирмы, отвечающая данному подходу, представлена в работах Т.В. Тепловой³.

Существенный вклад в развитие отечественной школы финансовой диагностики внес проф. Ярослав Вячеславович Соколов⁴, придававший ей весьма высокое значение в рамках диагностики финансовой деятельности предприятия, которую он рассматривал как «науку управления финансовой

деятельностью»⁵. Проблемы корпоративной финансовой диагностики исследовались такими авторами, как И.А. Бланк, К.В. Бородкин, Е.Н. Выборова, М.М. Глазов, Г.А. Лавренова, В.П. Савчук, Е.В. Галкина и др., но им не всегда удавалось провести четкую грань между финансовой диагностикой и анализом финансового состояния предприятия⁶.

В чем же заключается *специфика корпоративной финансовой диагностики*? В первой главе мы постараемся ответить на этот вопрос, исследовав концептуальные основы финансовой диагностики, раскрыв сущность и признаки кризисного и финансово устойчивого состояния предприятия, а также проанализировав финансовые особенности жизненного цикла организаций.

Одним из важнейших направлений финансовой диагностики выступает диагностика финансовой несостоятельности (банкротства). Особенности банкротства российских предприятий достаточно подробно исследованы специалистами по конкурсному праву и антикризисному управлению. В этом отношении следует упомянуть таких авторов, как В.В. Витрянский, М.В. Телюкина, С.А. Карелина, А.Н. Ряховская, С.Е. Кован и др. Однако внимание авторов в основном сосредоточено на юридических аспектах отношений в сфере несостоятельности. Финансово-экономическая природа российских банкротств мало изучена⁷, что, в свою очередь, отражается в сомнительных методах диагностики.

Весьма часто можно встретить рекомендации по применению моделей, разработанных в развитых странах, но неадаптированных к российским условиям. Поэтому наша следующая задача, которой посвящена вторая глава монографии, может быть сформулирована следующим образом: выявить особенности *диагностики финансовой несостоятельности (банкротства)*, проанализировав содержание и проблемы применения соответствующих методов.

Вопреки концепции непрерывности деятельности, жизнь любого предприятия небесконечна. Предприятие рождается, развивается, стареет и умирает. Каждый этап его развития сопровождается кризисами, и каждый кризис потенциально может привести к банкротству и ликвидации. Впрочем, ликвидация фирмы не всегда связана с ее банкротством. Порядок ликвидации зависит от способности должника погашать долговые обязательства. Если фирма в состоянии рассчитаться по долгам, ликвидация осуществляется в «упрощенном порядке». Если предполагается, что фирма не может погасить свои долги в полном объеме, ликвидация проводится только после признания ее банкротом⁸. Начало дела о банкротстве еще не означает, что должник является банкротом – в ходе рассмотрения дела о банкротстве суд определяет, *можно ли восстановить его платежеспособность*. Если такая возможность допускается, проводится антикризисное управление. Если возможность восстановить платежеспособность отсутствует или антикризисное управ-

ление не приносит желаемого эффекта, фирма объявляется банкротом и ликвидируется.

Исследовав банкротство как характеристику финансово-го состояния кризисного предприятия, мы обращаемся к особенностям института несостоятельности, определяющим существенные особенности *финансовой диагностики неплатежеспособных предприятий*. Характерной особенностью российского института несостоятельности выступает существенная ориентация на «юридическую форму» процедур банкротства в ущерб их финансово-экономическому содержанию⁹, что, очевидно, искажает роль банкротства в экономике, нарушает принципы свободной конкуренции. В свою очередь, ограничиваются и возможности корпоративной финансовой диагностики, что находит закономерное отражение в литературе: исследования, посвященные проблематике банкротства российских предприятий, как правило, в большей степени ориентированы на его правовые аспекты. Порядок финансовой диагностики российских предприятий в условиях неплатежеспособности регламентируется Правилами проведения арбитражным управляющим финансово-го анализа, не претерпевавшими изменений с момента их утверждения в 2003 г.¹⁰. Нами предлагаются пути возможно-го совершенствования методики с учетом проблем ее практического использования.

Отдельная глава монографии посвящена *финансовой диагностике преднамеренного банкротства*. Проблема безнака-

занности преднамеренных банкротств российских предприятий не теряет своей злободневности¹¹. Одна из важнейших причин подобной ситуации – несовершенство методической поддержки деятельности арбитражных управляющих. Выявление признаков преднамеренного банкротства должника входит в обязанности арбитражного управляющего в деле о банкротстве. Порядок диагностики регламентирован Временными правилами проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства, действующими в редакции 2004 г.¹² Опыт применения данной методики выявил ряд ее существенных недостатков. В частности, решения требуют следующие приоритетные задачи: обоснование признаков преднамеренного банкротства с учетом его финансово-экономического смысла; разработка методических рекомендаций по финансовому анализу с учетом практики преднамеренного банкротства и действующих форм финансовой отчетности; разработка методических рекомендаций по диагностике финансовых схем преднамеренного банкротства.

Следует отметить, что официальные методики диагностики неплатежеспособных предприятий действуют до введения соответствующих федеральных стандартов деятельности арбитражных управляющих. Разработка данных стандартов отнесена к компетенции Национального объединения саморегулируемых организаций арбитражных управляющих.

ющих¹³. Таким объединением выступает Российский Союз Саморегулируемых Организаций Арбитражных Управляющих (Российский Союз СРО)¹⁴. В настоящее время стандарты по финансовому анализу и диагностике преднамеренного банкротства находятся на стадии доработки и обсуждения¹⁵, что обуславливает высокую актуальность исследуемой проблематики.

Последняя глава монографии посвящена особенностям *финансовой диагностики публичных компаний*, выступающей неотъемлемым этапом инвестиционного анализа. В развитых странах оценка финансового здоровья публичных компаний, как правило, проводится с применением рыночных, преимущественно структурных моделей. Широко используются и нерыночные модели, позволяющие ограничиться данными финансовой отчетности анализируемой компании. В России популярные иностранные модели зачастую применяются в отношении публичных компаний без учета специфики их деятельности. Вместе с тем обоснование полноценной методики финансовой диагностики публичных компаний требует исследования значимых особенностей их функционирования.

Условия деятельности российских эмитентов в целом соответствуют условиям, характерным для стран с формирующимися финансовыми рынками: ограниченный доступ к финансовым ресурсам, существенная информационная асим-

метрия, относительно высокие агентские издержки, высокая концентрация собственности, низкий уровень корпоративного управления и пр. В подобных условиях финансовая диагностика не должна сводиться исключительно к анализу количественных (финансовых) факторов. Необходим комплексный подход, позволяющий учесть не только широкий спектр характеристик финансово-хозяйственной деятельности фирмы, но и, что особенно важно в условиях формирующегося финансового рынка, апеллировать к экспертным оценкам. Обобщая результаты исследования отдельных направлений финансовой диагностики, представленных в предыдущих главах, мы предлагаем один из возможных подходов к формированию соответствующей комплексной методики. Особое внимание при этом уделяется возможности применения методических рекомендаций в отношении действующих компаний с учетом доступных источников информации и особенностей интерпретации полученных результатов.

Завершая предисловие, хотелось бы выразить глубокую признательность д-ру экон. наук, проф., заведующему кафедрой теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета Виктору Владимировичу Иванову, оказавшему неоценимую помощь по формированию концепции и структуры монографии, а также уважаемым рецензентам – д-ру экон. наук, проф. Санкт-Петербургского государственного университе-

та Наталье Степановне Вороновой, д-ру экон. наук, проф. Санкт-Петербургского государственного университета Михаилу Львовичу Пятову и д-ру экон. наук, проф., заведующему кафедрой корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского экономического университета Владимиру Анатольевичу Черненко.

Глава 1

Финансовая диагностика в системе финансового менеджмента

1.1. Содержание и задачи финансовой диагностики

Интерпретируя точку зрения Б. Коласса, Я.В. Соколов и Т.О. Терентьева определили содержание финансовой диагностики как «установление стадии, на которой находится предприятие в данный момент, и анализ финансового состояния самого предприятия в данный момент»¹⁶. Выявление стадии развития предприятия, как правило, проводится в контексте его жизненного цикла, поэтому корпоративная финансовая диагностика связана с *концепцией жизненного цикла организации (ЖЦО)* самым непосредственным образом, что в первую очередь и отличает ее от традиционного финансового анализа. Очевидно, что и задачи финансовой диагностики на разных этапах жизненного цикла будут различны.

Критерием оценки финансового состояния предприятия¹⁷ в целях финансовой диагностики является состояние,

которое в ходе проведения диагностики выступает целевым: «только в соотнесении с ним (и через заложенные в нем показатели) происходит идентификация и диагностируемого объекта и оценка его реального состояния»¹⁸.

Как отмечает Е.В. Галкина, «в отличие от анализа, который может быть не связан с конкретным ожидаемым результатом, диагностика, как правило, направлена на выявление... признаков определенных ситуаций и событий»¹⁹.

Ориентация на распознавание признаков целевого финансового состояния предприятия, таким образом, составляет вторую сущностную особенность корпоративной финансовой диагностики. Данная особенность обращает нас следующему принципиальному вопросу: какое финансовое состояние фирмы в целях корпоративной финансовой диагностики можно считать целевым.

Прежде всего речь может идти о некотором «здоровом» состоянии предприятия. Так, по мнению Е.Н. Выборовой, финансовая диагностика предполагает «изучение состояния объекта диагностирования... а также отклонений от нормального его состояния, причин и длительности таких отклонений»²⁰.

Финансовое здоровье при этом может пониматься как некий общий эталон, не зависящий от размера, этапа жизненного цикла, отраслевых, региональных и прочих особенностей деятельности предприятия. Подобной трактовкой ру-

ководствуется, например, Б. Коласс, вводя понятие «*финансовое равновесие*», которое определяется им с двух точек зрения: «первая, отражая юридические требования и заботу кредиторов, предполагает, что предприятие должно быть способно с помощью своих ликвидных средств погасить долги, когда это необходимо; вторая исходит из того, что предприятие должно поддерживать функциональное равновесие между источниками и их использованием, учитывая стабильность первых и предназначение вторых»²¹. Эталонные финансовые пропорции предприятия (критерии финансового равновесия) описываются Б. Колассом на примере бухгалтерского баланса, выступающего, как известно, в качестве основной финансовой модели фирмы:

1) представление баланса с позиции ликвидности и возвратности («патримониальный» или «имущественный анализ»);

2) функциональное представление баланса («функциональный анализ», имеющий два варианта: «горизонтальный» и «центр капитала»).

Отметим, что понятие «финансовое равновесие предприятия» нередко употребляется в отечественной литературе. В частности, И.А. Бланк рассматривает формирование и поддержку финансового равновесия предприятия в процессе его стратегического развития в качестве одной из доминант корпоративной финансовой стратегии («стратегия обеспечения финансовой безопасности предприятия»).

Финансовое равновесие в этом смысле подразумевает:

- обеспечение постоянной платежеспособности;
- обеспечение достаточной финансовой устойчивости;
- нейтрализацию возможных негативных последствий финансовых рисков;
- осуществление необходимых мер финансовой санации в условиях кризисного развития²².

Задача обоснования идеальных финансовых пропорций едва ли выполнима и как минимум проблематична. Один из наиболее очевидных вариантов ее решения – конкретизация критериев эталонного финансового состояния с учетом особенностей деятельности отдельных компаний. В частности, Я.В. Соколов и М.Л. Пятов в качестве важнейших эталонов, «составляющих суть финансовой диагностики», рекомендуют использовать: «а) сравнения с требованиями нормативных документов; б) сравнения с данными других предприятий; в) сравнения данных одного предприятия, но за разные отчетные периоды; г) сравнения с нормативами»²³.

Однако, трактуя должное финансовое состояние предприятия в широком смысле, например, как заданное плановыми нормативами, отраслевыми особенностями деятельности и т. п., мы рискуем попасть в распространенную ловушку: финансовая диагностика по смыслу и содержанию ничем не будет отличаться, например, от план-фактного или кросссекционного финансового анализа²⁴.

Поэтому, с нашей точки зрения, здоровое финансовое состояние предприятия в целях диагностики необходимо определять «от противного», то есть от того, что является «нездоровым» или «ненормальным» финансовым состоянием. Неслучайно корпоративная финансовая диагностика зачастую ассоциируется с распознаванием признаков финансовых затруднений²⁵, то есть *кризисного финансового состояния* по аналогии с диагностикой заболеваний в медицине (примечательно, что в энциклопедии Ф.А. Брокгауза и И.А. Ефрона диагностика в наиболее общем смысле определялась как «искусство распознавать болезнь»²⁶).

Данный подход существенно сближает корпоративную финансовую диагностику с англо-американским «анализом финансового здоровья предприятия», существенно обогащая ее теоретическую и методологическую базу, и обращает нас к таким понятиям, как банкротство (финансовая несостоятельность) и финансовая устойчивость.

Логика основных подходов к оценке финансового состояния предприятия в целях финансовой диагностики представлена на рис. 1.1.

Финансовая
несостоятельность
(банкротство)



Рис. 1.1. Критерии оценки финансового состояния предприятия в целях финансовой диагностики

Расположим возможные варианты финансового состояния предприятия на отрезке, началу которого будет условно соответствовать банкротство (1), а концу – условный эталон

(абсолютная финансовая устойчивость) (4). Допустим, что в интервале (1; 2) финансовое состояние предприятия характеризуется как кризисное, но его текущее финансовое состояние таковым не является (3).

Финансовая диагностика предполагает две возможные задачи:

– оценка финансового состояния предприятия исходя из сравнения с абсолютно устойчивым финансовым состоянием (3–4);

– оценка исходя из сравнения с кризисным финансовым состоянием (2–3) (выявление признаков кризисного финансового состояния).

Самостоятельным направлением корпоративной финансовой диагностики выступает *диагностика финансовой несостоятельности (банкротства)*. Сравнение фактического финансового состояния с финансовым состоянием, отвечающим признакам банкротства, может проводиться как в отношении кризисного предприятия (*финансовая диагностика кризисного предприятия*), так и в отношении финансово устойчивого предприятия (например, 1–3). Логично предположить, что финансовая диагностика кризисного предприятия всегда будет носить характер финансовой диагностики банкротства, поскольку «расстояние до банкротства» (*distance to default*)²⁷ в данном случае значительно ближе, чем расстояние до эталонного финансового состояния.

Отдельного внимания заслуживает понятие *финансовых*

затруднений, которое, как и большинство научных категорий, не имеет однозначной трактовки. В финансовой науке термины «прогнозирование банкротства» (*bankruptcy prediction*) и «прогнозирование финансовых затруднений» (*financial distress prediction*) обычно используются как синонимы. При этом банкротство, которое невозможно охарактеризовать исключительно финансовыми показателями, в этом случае понимается в широком смысле.

М.А. Евсюкова конкретизирует трактовку финансовых затруднений следующим образом: в понятие финансового затруднения входит весь спектр ситуаций, занимающих промежуточное положение между такими крайностями, как *временная неплатежеспособность*, означающая лишь нехватку денежных средств, и *неплатежеспособность при банкротстве*, когда обязательства организации превосходят ее активы, либо организация имеет неудовлетворительную структуру баланса и, следовательно, не может оплатить кредиторскую задолженность и восстановить платежеспособность за счет собственных источников дохода. Во втором случае речь идет о *банкротстве* как о крайней форме кризисного состояния²⁸.

Признавая несомненные достоинства данного подхода, обращающего нас к главным финансовым критериям банкротства, хотелось бы отметить, что смысл термина «финансовые затруднения» выходит далеко за рамки плоскости «неплатежеспособность – неоплатность» (совсем другое де-

ло, если речь идет о таких отдельных направлениях корпоративной финансовой диагностики, как финансовая диагностика банкротства или финансовая диагностика преднамеренного банкротства²⁹). Например, предприятие может быть платежеспособным, но финансово неустойчивым или нерентабельным, что вполне позволяет охарактеризовать его, как испытывающее финансовые затруднения. Поэтому, на наш взгляд, в целях финансовой диагностики уместнее использовать более объемное представление о финансовых затруднениях как о *кризисном финансовом состоянии* предприятия.

Показательно, что особое значение финансовая диагностика приобретает в условиях антикризисного управления, являясь его неотъемлемым и чрезвычайно важным этапом. Здесь, однако, чаще используется термин «диагностика кризиса»³⁰ или «диагностика кризисного состояния», которая по отношению к предприятию определяется как «принятие двухальтернативного решения о наличии либо отсутствии кризисной ситуации на предприятии, исходя из количественных характеристик его деятельности»³¹.

В отношении финансовой диагностики в целях антикризисного управления целесообразно обратиться к подходу И.А. Бланка, определяющего *диагностику финансового кризиса* как «систему целевого финансового анализа, направленного на выявление возможных тенденций и негативных последствий кризисного развития предприятия»³². В каче-

стве предмета диагностики в данном случае выступает *оценка и прогнозирование кризисных симптомов финансовой деятельности предприятия* задолго до его явных признаков, а финансовый кризис предприятия, в свою очередь, определяется как «одна из наиболее серьезных форм нарушения его *финансового равновесия*, отражающая циклически возникающие на протяжении его *жизненного цикла* под воздействием разнообразных факторов противоречия между фактическим состоянием его финансового потенциала и необходимым объемом финансовых потребностей, несущая наиболее опасные потенциальные угрозы его функционированию»³³. Подход И.А. Бланка представляет, с нашей точки зрения, несомненный интерес, поскольку речь идет о корпоративной финансовой диагностике, которая, во-первых, проводится в контексте жизненного цикла предприятия, а, во-вторых, в координатах «финансовый кризис – финансовое равновесие».

Таким образом, необходимыми этапами формирования полноценной методики финансовой диагностики выступают: 1) анализ и оценка финансового состояния предприятия в координатах «кризисное – финансово-устойчивое состояния» или, как будет показано ниже, «банкротство – финансовая устойчивость»; 2) изучение финансовых особенностей деятельности предприятия в контексте его жизненного цикла, что в совокупности и определяет пути ее дальнейшего совершенствования.

1.2. Кризисное и финансово-устойчивое состояния предприятия

Понятие «кризис» не только не имеет однозначного определения, но даже не является просто многозначным. Данный термин применяется в отношении такого широкого спектра явлений³⁴, настолько часто и повсеместно, что научное обоснование соответствующего определения становится весьма трудновыполнимой задачей³⁵. Можно выделить два основных взаимодополняющих подхода к определению кризиса как научной категории: кризис может трактоваться как процесс (условно назовем эту трактовку *динамической*) и как состояние (соответственно *статическая* трактовка кризиса).

Зачастую кризис определяется исключительно с негативной точки зрения, как особое *состояние сложной системы*, угрожающее ее дальнейшему существованию. Причиной кризисного состояния системы, как правило, считается крайнее обострение существующих в ней противоречий³⁶.

Примечательно, что понятие «кризис» применяется исключительно в отношении сложных систем. Сложная система представляет собой «составной объект, части которого можно рассматривать как отдельные системы, объединенные в единое целое в соответствии с определенными принципами или связанные между собой заданными отношениями»³⁷.

Примером сложной системы является, в частности, социально-экономическая система, «определяемая как совокупность ресурсов с обязательным и доминирующим участием человеческого фактора»³⁸.

Одна из наиболее подробных характеристик кризисной ситуации принадлежит Энтони Винеру и Герману Кану (1962 г.), выделившим двенадцать ее основополагающих признаков³⁹, которые, с нашей точки зрения, целесообразно разделить на две группы⁴⁰: объективные признаки и признаки, связанные с субъективным восприятием кризиса со стороны лиц, вовлеченных в кризисную ситуацию.

Объективными характеристиками кризисной ситуации выступают следующие:

1) кризис является поворотным моментом в разворачивающейся последовательности событий или действий (данный признак напрямую связан с этимологией слова «кризис»⁴¹ – прим. автора);

2) природу кризиса составляет стечение обстоятельств, порождающее новую совокупность условий;

3) кризис несет угрозу целям и задачам вовлеченных лиц, и даже если эта угроза не реализуется (в скобках отметим, что угроза представляет собой достаточно маловероятное событие⁴²);

4) последствия кризиса предопределяют будущее участников кризисной ситуации, и поэтому:

5) кризисная ситуация требует безотлагательных действий со стороны ее участников, следовательно:

6) кризис усиливает дефицит времени вовлеченных лиц; а также:

7) в условиях кризиса доступная участникам информация, как правило, носит неадекватный характер.

Особенности субъективного восприятия кризиса составляют пять признаков:

1) неопределенность в оценке кризисной ситуации и обосновании альтернативных вариантов ее преодоления;

2) стресс и беспокойство среди участников кризисной ситуации;

3) ослабление контроля за происходящими событиями и их последствиями;

4) повышение напряженности отношений участников кризисной ситуации;

5) изменения в характере отношений лиц, вовлеченных в кризисную ситуацию.

Другая характеристика признаков кризисной ситуации, получившая наиболее широкое признание в теории и практике антикризисного управления, восходит к исследованиям Чарльза Хермана (1963 г.), посвященным особенностям кризиса в организациях⁴³. Согласно данному подходу характерными особенностями кризиса выступают *неожиданность*, *угроза и дефицит времени на реакцию*⁴⁴. Примечательно, что такие признаки, как угроза и дефицит времени на приня-

тие антикризисных решений, так или иначе присутствуют во многих определениях кризиса, что, в частности, отмечает сам Ч. Херман⁴⁵.

Так, один из основоположников стратегического менеджмента И. Ансофф в качестве определяющих признаков кризисных условий существования фирмы указывает угрозу для ее существования и жесткий дефицит времени (для принятия антикризисных решений – *прим. автора*)⁴⁶. Внезапность, напротив, далеко не всегда признается релевантной характеристикой кризиса. Например, А.Н. Ряховская, Е.В. Арсенова и О.Г. Крюкова помимо так называемых «внезапных кризисов» организаций рассматривают и «тлеющие кризисы», развивающиеся достаточно продолжительное время и, следовательно, не являющиеся неожиданными⁴⁷.

В то же время нельзя не отметить, что кризисы сложно поддаются диагностике. Исследуя особенности корпоративного управления в чрезвычайных ситуациях, И. Ансофф приходит к выводу о том, что «некоторые проблемы ускользают от наблюдателей, как бы они ни старались, и превращаются в стратегические неожиданности»⁴⁸. В этой связи весьма интересной представляется точкой зрения о том, что причины кризиса связаны *системно*, то есть взаимосвязаны и взаимозависимы⁴⁹. Анализируя отдельные признаки и причины кризиса, как правило, невозможно получить полное представление об их системном влиянии. Именно поэтому

кризисы так плохо поддаются прогнозной оценке. Таким образом, характеризуя признаки кризиса, можно говорить как минимум о нестандартности кризисной ситуации, а зачастую и о нестандартности, и о внезапности.

Более широкая трактовка кризиса учитывает его возможные позитивные последствия. В этом случае кризис рассматривается как *процесс преобразования сложной системы*. При этом обычно подчеркивается неотвратимость данного процесса: в результате накопленных противоречий система не может существовать в ее прежнем виде, и преодоление кризиса – необходимое условие обновления. Применяя понятие «кризис» в широкой трактовке, А. Дамодаран обращается к дословному значению этого слова в китайском языке, в котором кризис обозначается двумя иероглифами: первый символизирует угрозу, второй – возможность⁵⁰.

Отметим, что в экономической науке приоритетное внимание уделяется именно широкой трактовке кризиса, которая обычно используется во взаимосвязи с концепцией жизненных циклов социально-экономических систем. В частности, антикризисное управление социально-экономическими системами базируется на двух основных теоретических предпосылках. Во-первых, считается, что существование любой социально-экономической системы циклично. Во-вторых, что циклы существования социально-экономических систем взаимосвязаны с кризисами. Более того, кризис является неотъемлемым этапом развития любой со-

циально-экономической системы. В этом смысле управление любой социально-экономической системой на некоторых этапах ее развития может быть антикризисным.

Признаки **кризисного финансового состояния** предприятия, как и любой кризисной системы, должны, как представляется, рассматриваться во взаимосвязи с ключевыми признаками кризисной ситуации. Речь прежде всего идет об угрозе приоритетным целям развития предприятия, внезапности наступления и (или) нестандартности кризисной ситуации, а также дефиците времени для принятия антикризисных решений. Проанализируем содержание основных финансовых признаков кризисного предприятия исходя из этого предположения.

В литературе кризис предприятия (кризисная ситуация) нередко определяется именно с точки зрения *угрозы приоритетным целям его развития*. Например, Я.А. Фомин определяет кризисную ситуацию как «особую ситуацию, которая характеризуется повышенным риском банкротства, слабой конкурентной позицией, финансовой неустойчивостью; ... в кризисной ситуации главная цель – выживание»⁵¹. Похожее определение кризисной ситуации приводит М.А. Евсюкова: «Кризисная ситуация – это особая ситуация, которая характеризуется слабой конкурентной позицией, финансовой неустойчивостью, неплатежеспособностью»⁵².

Однако приоритетные цели развития предприятия трактуются весьма широко и неоднозначно. Как справедливо от-

мечают Я.В. Соколов и Т.О. Терентьева, любые цели должны соотноситься с целями заинтересованных лиц, поскольку «цели могут быть у людей, но не у организаций»⁵³. Если говорить о целях развития предприятия с точки зрения заинтересованных лиц, можно выделить два основных подхода:

1) *Максимизация богатства собственников* (с этой точкой зрения мы наиболее часто встречаемся в литературе): в этом случае приоритетным показателем должного состояния предприятия выступает рыночная стоимость собственного капитала (рыночная капитализация публичных компаний), неуклонное снижение которой является одним из наиболее значимых финансовых признаков кризиса;

2) *Баланс интересов стейкхолдеров* (заинтересованных сторон), к которым относятся не только акционеры, но и кредиторы, контрагенты, работники, общественные организации, надзорные и регулирующие органы и даже будущие поколения⁵⁴. Отметим, что данная цель отнюдь не противоречит цели максимизации богатства собственников. Напротив, как показывают отдельные эмпирические исследования, баланс интересов акционеров и менеджеров является значимым фактором изменения рыночной стоимости: «*чем выше баланс интересов, тем выше рыночная стоимость бизнеса*»⁵⁵.

Кризис предприятия несет угрозу не только интересам собственников, но и других лиц. Конфликт интересов стейк-

холдеров усугубляется, но именно в результате кризиса происходит и его разрешение, «при этом возникают новый конфликт интересов и новые отношения»⁵⁶.

Главным драйвером конфликта, наряду с препятствиями к коллективным действиям, считается информационная асимметрия⁵⁷ – неравномерное распределение информации о предприятии среди заинтересованных сторон. Особо пагубное влияние на развитие конфликта оказывает финансовая непрозрачность фирмы и, в частности, *недостаточный уровень транспарентности бухгалтерской (финансовой) отчетности*⁵⁸, которая, как известно, выступает основным средством бизнес-коммуникации. Поэтому анализ и оценка достоверности и непредвзятости финансовой отчетности предприятия должны выступать одними из важнейших этапов корпоративной финансовой диагностики.

Особенности, причины и способы преодоления наиболее значимых конфликтов в жизни организации исследуются в рамках теории агентских отношений (или агентской теории), составляющей основу одной из базовых концепций финансового менеджмента⁵⁹. Приоритетное внимание, как правило, уделяется конфликтам интересов собственников и топ-менеджеров фирмы⁶⁰, а также собственников и кредиторов⁶¹. Менеджеры предприятия, выступая агентами и собственников, и кредиторов, призваны поддерживать баланс их интересов, максимально учитывая интересы других

стейкхолдеров. Однако неэффективный менеджмент – основная причина кризисов предприятий. По некоторым оценкам, на ошибки руководства приходится более 50 % причин всех корпоративных кризисов⁶². При этом неэффективность управленческих решений зачастую объясняется оппортунистическим поведением менеджеров.

Впрочем, *причины кризиса* предприятия, даже если речь идет о «неэффективном управлении», настолько *сложны и многочисленны*, что предсказать момент их наступления, характер и последствия – весьма сложная задача. Особое значение в этой связи приобретает диагностика кризиса как «важнейшая составная часть успешного противодействия его неблагоприятным последствиям»⁶³.

Методическую основу корпоративной финансовой диагностики предприятия зачастую составляют *методы и модели прогнозирования банкротства*, обращающие нас к широкому спектру признаков финансовых затруднений. При этом диагностика должна отвечать следующим основным требованиям: основываться на достоверной информации, быть объективной, обеспечивать возможность получать однозначные выводы и принимать правильные решения⁶⁴. Особые требования должны соблюдаться и в отношении системы диагностики: своевременность распознавания кризисных явлений, достоверность результата распознавания, непрерывность диагностического процесса⁶⁵.

Анализируя данные требования, необходимо подчеркнуть, что диагностика предприятия должна носить систематический характер. Не случайно Я.В. Соколов и М.Л. Пятов определяют финансовую диагностику как «*цикл последовательных работ, связанных с определением стадии развития предприятия*»⁶⁶. Кроме того, как следует из приведенного определения, система корпоративной финансовой диагностики выстраивается с учетом закономерностей развития предприятия. Однако, по точному высказыванию С.Р. Филоновича, «определение стадии развития компании – дело непростое, прежде всего потому, что число параметров, с помощью которых можно характеризовать эту стадию, весьма велико»⁶⁷.

Системный подход к решению этого вопроса, как правило, предполагает обращение к моделям жизненного цикла организации, как «моделям, задающим ориентиры для определения требований к должному состоянию, логике функционирования или определению ориентиров развития организации»⁶⁸. В связи с этим исследование финансовой диагностики в контексте жизненного цикла предприятия представляется весьма перспективным научным направлением, хотя не следует забывать, что само существование жизненного цикла организаций нередко подвергается сомнениям. Как показывают отдельные эмпирические исследования, «большинство фирм не переходят непреклонно от одной стадии

развития к другой в традиционном биологическом смысле», то есть «в жизни организации существует скорее неопределенность, а не детерминизм развития»⁶⁹.

В отношении процедур корпоративной диагностики в целом и финансовой диагностики в частности следует отметить, что они едва ли поддаются четкой формализации. В условиях кризиса *привычные механизмы не работают или работают неэффективно*, и, следовательно, диагностика требует применения нестандартных подходов. Приходится считаться и с неадекватностью доступной информации о кризисном предприятии, которую весьма драматично описывает И. Ансофф: «Прежние стратегии и планы не годятся, задачи новы, информация, которую нужно освоить и изучить, идет потоком. Фирме угрожают информационные перегрузки. Внезапность и вероятность крупной потери осознаются в фирме настолько широко, что возникает угроза всеобщей паники»⁷⁰.

В то же время кризис предприятия, как и любой кризис, характеризуется *дефицитом времени для принятия антикризисных решений*. В финансовом смысле это прежде всего означает, что цена времени для кризисного предприятия наиболее высока. Как отмечают Е.М. Трененков и С.А. Двенидова, «одной из существенных особенностей кризиса и, соответственно, субъективной реакции является фактор времени», а «время, как известно, всегда имеет экономиче-

скую цену, особенно значимую в период кризиса»⁷¹.

Иными словами, временная ценность денежных средств для кризисного предприятия повышается, что, в свою очередь, отражается в оценке настоящей стоимости ожидаемых денежных потоков. Объяснить подобную ситуацию можно тем, что в условиях кризиса риски, ассоциируемые с фирмой, возрастают. Следовательно, увеличивается и ставка дисконтирования, величина которой, в частности, зависит от риска, связанного с финансовой операцией. В результате, как можно предположить, повышается требуемая инвесторами доходность и, следовательно, стоимость финансирования, что сокращает инвестиционные возможности предприятия и снижает его экономический потенциал.

Следует, однако, учесть, что в российских условиях требуемая доходность далеко не всегда соответствует риску вложений. Во-первых, в структуре финансирования предприятий преобладает собственный капитал, то есть «собственники предприятий по сравнению с кредиторами вынуждены мириться с большими рисками потери капитала при доходности меньшей, чем плата за кредит», и, во-вторых, традиционным источником *капитала* выступает текущая кредиторская задолженность, преимущественно не связанная с постоянными финансовыми расходами⁷². Повышение доли кредиторской задолженности в пассивах наряду с соразмерным увеличением доли дебиторской задолженности в активах является одним из характерных финансовых признаков

кризиса российских предприятий (примечательно, что тенденция аккумуляции и замедления оборачиваемости кредиторской задолженности предприятий в условиях кризиса наблюдается и в развитых странах)⁷³.

Итак, кризисное предприятие характеризуется *снижением рыночной стоимости, существуя в условиях острого конфликта интересов стейкхолдеров*. Ключевую роль в этом конфликте, как правило, играют менеджеры, ошибки которых являются одной из наиболее значимых причин корпоративных кризисов. В условиях кризиса приходится считаться с такими вызовами, как внезапность и (или) нестандартность создавшейся ситуации, а также дефицит времени для принятия управленческих решений, что, в частности, отражается в *ухудшении финансовой конъюнктуры деятельности фирмы* (сокращение инвестиционных возможностей, а также возможностей по привлечению финансовых ресурсов и, следовательно, снижение экономического потенциала в целом) *и в повышении вероятности банкротства*. Кризисное предприятие плохо функционирует и нуждается в срочных антикризисных мероприятиях, тогда как причины его текущего состояния многочисленны и (или) неизвестны.

Наличие эффективной системы корпоративной финансовой диагностики, основу которой составляют методы и модели прогнозирования банкротства, может предотвратить развитие кризисной ситуации и, во всяком случае, выступает необходимым условием ее успешного преодоления. По сло-

вам Я.В. Соколова и Т.О. Терентьевой, «здоровый организм (предприятия – прим. автора) способен долго и эффективно работать, но чтобы это было так, ответственный финансист должен постоянно наблюдать этот организм, перманентно ставить диагноз и перманентно принимать решения о том, как поддерживать этот организм в рабочем состоянии»⁷⁴.

Отметим также, что сложность феномена кризиса объясняется его двойственностью: с одной стороны, кризис выступает как особое состояние сложной системы, с другой – как соответствующий процесс ее трансформации. Статическая и динамическая трактовки кризиса не являются, на наш взгляд, взаимоисключающими. Логично предположить, что в *процессе кризиса* состояние сложной системы в любой момент времени можно охарактеризовать словом «кризис», что в данном случае будет означать *кризисное состояние* системы. Последовательно развивая эту точку зрения, приходим к существенному выводу, касающемуся методологии корпоративной финансовой диагностики: целесообразность дальнейшего исследования финансовых признаков кризиса предприятия (кризис как состояние), наряду с изучением финансовых особенностей кризисов предприятия в контексте его развития (кризис как процесс), не только интуитивно очевидна, но и заведомо обусловлена сущностью феномена кризиса.

Исследовав особенности кризисного финансового состояния предприятия, обратимся к содержанию **финансовой**

устойчивости. В литературе она трактуется весьма разнообразно. Пожалуй, чаще всего финансовая устойчивость рассматривается с точки зрения *оптимальной финансовой структуры предприятия* (совокупности и сочетания источников фирмы⁷⁵).

В частности, О.В. Ефимова относит коэффициент финансовой устойчивости (отношение суммы собственного капитала и долгосрочных заемных средств к валюте баланса) к основным показателям, характеризующим структуру капитала компании⁷⁶. М.Л. Пятов отмечает, что «идея расчета показателя финансовой устойчивости (или финансового левериджа) предприятия состоит в том, чтобы оценить риски, связанные с финансированием его деятельности с помощью привлеченных источников средств»⁷⁷. Речь, по сути дела, идет о разных показателях структуры финансирования предприятия⁷⁸:

- соотношение собственных источников средств и кредиторской задолженности (заемных средств. – *Прим. авт.*);
- отношение собственных источников средств к итогу пассива баланса;
- отношение кредиторской задолженности к итогу пассива баланса⁷⁹.

Более широкое представление о финансовой устойчивости как характеристике особенностей финансирования предприятия встречаем в работах В.В. Ковалева и его соавто-

ров. По мнению Ковалева В.В., Ковалева Вит. В., финансовая устойчивость фирмы отражает ее способность поддерживать оптимальную (целевую) структуру источников финансирования⁸⁰. При этом предполагается, что каждая фирма с учетом особенностей своей деятельности имеет собственное представление об оптимальной *финансовой структуре*, которая и выступает целевой. Авторы обращают внимание на следующие значимые с точки зрения оценки финансовой устойчивости особенности:

1. При оценке финансовой устойчивости могут учитываться: а) либо все источники финансирования (допускается, что любые пассивы могут выступать источником финансирования любых активов); б) либо только долгосрочные источники финансирования⁸¹. Отметим, что во втором случае речь идет о так называемом *принципе сопоставления по срокам погашения* (или «принципе хеджирования»)⁸², в соответствии с которым краткосрочные обязательства не могут выступать источником финансирования внеоборотных активов⁸³.

2. Финансовая устойчивость может оцениваться: а) в отношении структуры источников финансирования (коэффициенты капитализации); б) в отношении расходов, связанных с обслуживанием заемных источников средств (коэффициенты покрытия)⁸⁴.

Примечательно, что взаимосвязь коэффициентов струк-

туры задолженности и коэффициентов покрытия подчеркивается и представителями англо-американской школы финансового анализа, хотя общий термин, означающий финансовую устойчивость предприятия, при этом может и не упоминается.

Например, Ю. Бригхем и Л. Гапенски объединяют коэффициенты капитализации и коэффициенты покрытия в группу коэффициентов управления источниками средств⁸⁵.

По мнению З. Боди и Р. Мертона, коэффициенты финансирования, включающие показатели структуры капитала и покрытия процентов, являются одними из основных индикаторов эффективности деятельности фирмы наряду с коэффициентами рентабельности, оборачиваемости активов, ликвидности и рыночной стоимости⁸⁶.

Отдельный термин для обозначения финансовой устойчивости встречаем у К.Г. Палепу, П.М. Хейли, В.Л. Бернада и Э. Пика: коэффициенты структуры капитала (capital structure) и покрытия процентов (interest coverage) рассматриваются как показатели долгосрочной платежеспособности по долговым обязательствам (debt and long-term solvency)⁸⁷.

Э. Хелферт рассматривает коэффициенты финансового рычага и коэффициенты покрытия, наряду с коэффициентами ликвидности, как важнейшие показатели кредитного риска компании⁸⁸. Данной точки зрения придерживаются и другие авторы: коэффициенты ликвидности, структуры ка-

питала и покрытия отнесены в группу показателей финансового левериджа⁸⁹.

Отметим, что в российской литературе узкая трактовка финансовой устойчивости не ограничивается определениями, связанными с особенностями финансирования предприятия. В этой связи уместно обратиться к исследованиям А.В. Грачева, систематизировавшего соответствующий понятийный аппарат, используемый отечественными авторами (табл. 1.1).

Таблица 1.1

Трактовки финансовой устойчивости фирмы в российской литературе

№ п/п

Трактовки финансовой устойчивости

Признаки финансовой устойчивости

1

Стабильная работа предприятия только в текущем периоде

Способность предприятия осуществлять основные и прочие виды деятельности

Способность субъекта функционировать и развиваться

Определенное состояние счетов предприятия

2

Стабильная работа предприятия только в перспективе

Эффективные вложения в активы

Финансовые возможности предприятия на длительную

перспективу

Инвестиционная привлекательность в границах допустимого уровня риска

3

Способность предприятия отвечать по своим долгам и обязательствам

Полное и своевременное погашение своих долгов и обязательств

Отсутствие просроченной задолженности

Гарантированная платежеспособность

4

Достаточность источников финансирования

Обеспечение непрерывности своей деятельности

Наличие собственных оборотных средств

Постоянное наличие в необходимых размерах денежных средств

Состояние денежных ресурсов

Степень зависимости от кредиторов

5

Показатель оценки финансового состояния предприятия

Система абсолютных и относительных показателей

Соотношение между собственными и заемными средствами

Соотношение внеоборотных активов и вложенного капитала

Разность между всеми денежными средствами и всем за-

емным капиталом

Коэффициент структуры баланса

Сост. по: *Грачев А.В.* Финансовая устойчивость предприятия: критерии и методы оценки в рыночной экономике: учеб. пособие. 3-е изд., перераб. М.: Дело и Сервис, 2010. С. 24.

Сравнивая разные точки зрения, А.В. Грачев приходит к выводу, что «финансовая устойчивость рассматривается и как важнейшее условие для успешного функционирования предприятия, и как характеристика финансовых ресурсов, и как особый вид анализа финансово-экономического состояния предприятия»⁹⁰. В результате проведенного им исследования сформулировано следующее определение: «Под финансовой устойчивостью следует понимать такое финансово-экономическое состояние предприятия, когда собственных источников достаточно для погашения долгов и обязательств, а также для дальнейшего роста и развития»: в этом смысле финансовая устойчивость рассматривается «как платежеспособность, которая сопровождается экономическим ростом и выполнением требований банка, предъявляемых к заемщику кредитных ресурсов»⁹¹.

Такая трактовка во многом перекликается с точкой зрения В.В. Бочарова, рассматривающего финансовую устойчивость как «такое состояние денежных ресурсов, которое обеспечивает развитие предприятия преимущественно за счет собственных средств при сохранении платежеспособно-

сти и кредитоспособности при минимальном уровне предпринимательского риска»⁹².

Приведенные определения обращают нас к *широкому смыслу финансовой устойчивости как комплексной характеристики финансового состояния предприятия*. В качестве примеров широкой трактовки финансовой устойчивости, в свою очередь, можно привести определения Г.В. Савицкой, Л.Т. Гиляровской, А.В. Ендовицкой, В.М. Родионовой и М.А. Федотовой. В частности, финансовая устойчивость определяется следующим образом:

1) как способность субъекта хозяйствования функционировать и развиваться, сохранять равновесие своих активов и пассивов в изменяющейся внутренней и внешней среде, гарантирующее его платежеспособность и инвестиционную привлекательность в долгосрочной перспективе в границах допустимого уровня риска⁹³;

2) как способность предприятия осуществлять основные и прочие виды деятельности в условиях предпринимательского риска и изменяющейся среды бизнеса с целью максимизации благосостояния собственников, укрепления конкурентных преимуществ с учетом интересов общества и государства⁹⁴;

3) как такое состояние финансовых ресурсов, их распределение и использование, которое обеспечивает развитие предприятия на основе роста прибыли и капитала при сохра-

нении платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня риска⁹⁵.

Очевидно, что, руководствуясь подобными довольно общими определениями финансовой устойчивости, весьма сложно выделить ее ключевые факторы. Более того, как отмечает Г.В. Савицкая, устойчивое финансовое состояние является «итогом грамотного, умелого управления *всем комплексом факторов*, определяющих результаты хозяйственной деятельности предприятия»⁹⁶.

В то же время финансовая устойчивость в широком смысле рассматривается как некоторое оптимальное финансовое состояние фирмы, которое, учитывая логику финансовой диагностики, можно противопоставить кризисному финансовому состоянию. Полной противоположностью «абсолютной» финансовой устойчивости предприятия в этом смысле, как было показано ранее, будет выступать финансовая несостоятельность (банкротство), анализ финансовых представлений о котором позволит определить важнейшие факторы финансовой устойчивости⁹⁷.

Исследование важнейших финансовых признаков корпоративного банкротства расширяет традиционное (узкое) представление о финансовой устойчивости, которое обычно исчерпывается показателями финансовой структуры. Кроме того, противопоставляя финансовую устойчивость кризисному финансовому состоянию и в конечном счете банк-

ротству, мы получаем возможность ограничить количество ключевых факторов финансовой устойчивости, что обычно весьма проблематично в рамках ее широкой трактовки.

1.3. Финансовые особенности жизненного цикла предприятия

Формирование концепции жизненного цикла организации датируется обычно 1960-ми гг.⁹⁸, но ее истоки прослеживаются в более ранних исследованиях процесса создания и развития организации⁹⁹. Так, Я.В. Соколов и Т.О. Терентьева обращают нас к работам «замечательного французского бухгалтера» Жана Батиста Дюмарше (1874–1946), который «отождествлял предприятие с организмом»¹⁰⁰.

Первые обобщения подобных исследований относятся к концу 1950-х гг., тогда как пик научного интереса к жизненному циклу организаций пришелся на 1980-е гг.¹⁰¹. В настоящее время исследования проблем развития организаций на разных стадиях жизненного цикла выступают одним из основных разделов теории управления организационными изменениями (change management)¹⁰².

Исследования жизненного цикла организаций, в свою очередь, подразделяются на два основных направления:

- 1) эмпирические исследования становления и развития организаций с применением количественных методов;
- 2) «применение концепции ЖЦО с целью ее интеграции с другими областями исследований организаций и менедж-

мента ... для объяснения изменений того или иного явления по мере становления и развития организации»¹⁰³.

Именно второй подход к исследованию жизненного цикла организаций интересует нас в целях финансовой диагностики. Приоритетный вопрос в данном случае можно сформулировать следующим образом: каковы финансовые особенности кризиса предприятия на разных стадиях жизненного цикла? Уместно отметить, что исследования изменений того или иного явления в контексте жизненного цикла организации в целом менее многочисленны, чем эмпирические исследования организационных изменений¹⁰⁴.

Исследования финансовых аспектов деятельности организаций на разных стадиях жизненного цикла носят еще более редкий характер. В этом отношении следует упомянуть работы таких авторов, как И.В. Ивашковская, Г.Н. Константинов, С.Р. Филонович, Д.О. Янгель, Е.В. Глухова¹⁰⁵, развивающих данное научное направление на основе классических работ Ларри Грейнера (1972 г.)¹⁰⁶, Ицхака К. Адизеса (1979 г.)¹⁰⁷ и др.

Общий смысл концепции жизненного цикла организации состоит в том, что организация рассматривается как своеобразный организм, который рождается, развивается, стареет, умирает (или перерождается). Структура жизненного цикла может быть представлена по-разному, но чаще всего выделяют четыре последовательных фазы развития: *дет-*

ство, юность, зрелость и старость. По мере продвижения по кривой жизненного цикла организация сталкивается с закономерными кризисами. Преодоление очередного кризиса знаменует переход к последующей фазе цикла.

Детство предприятия охватывает начальный период его финансово-хозяйственной деятельности, характеризующийся стремительным ростом бизнеса и значительными убытками. Юность также характеризуется весьма динамичным ростом, при этом бизнес начинает приносить прибыль: начало данной фазы обычно отмечается достижением точки безубыточности. На этапе зрелости предприятие достигает оптимальных параметров своей деятельности, и задача менеджеров – поддерживать это состояние как можно дольше. Фаза старости знаменует ухудшением финансово-экономического состояния предприятия: рост бизнеса (или его устойчивое положение¹⁰⁸) сменяется спадом, и дальнейшее продолжение предпринимательской деятельности оказывается экономически нецелесообразным.

Старость предприятия, как было бы логично представить, заканчивается его смертью – ликвидацией. Но чаще всего предполагается, что даже в наихудшей ситуации может быть проведена реструктуризация¹⁰⁹, и, возможно, начнется «обновление». Впрочем, авторы, допускающие возможность обновления и непрерывной жизни организации, выходят за рамки биологической аналогии: «организмическая аналогия (в данном случае. – прим. авт.) ... неполна в том отношении,

что неизбежная для живого организма смерть необязательна для организации»¹¹⁰. В этом случае концепцию жизненного цикла нельзя противопоставить концепции непрерывности деятельности организации, что значительно расширяет возможности применения первой в целях финансовой диагностики.

Отдельное внимание следует уделить параметру роста (сокращения) бизнеса. В наиболее упрощенном представлении жизненный цикл компании описывается как функция объема продаж, который увеличивается по мере ее роста, стабилизируется на этапе зрелости и резко снижается, когда она начинает стареть. Вероятно, благодаря именно такому представлению кривой жизненного цикла в литературе нередко можно встретить ошибочное мнение о том, что концепция жизненного цикла организации является производной по отношению к концепции жизненного цикла товара. Например, О.В. Лавизина в работе, посвященной организационным аспектам управления жизненным циклом организации, пишет, что концепция ЖЦО «позаимствована из изучения эволюции товара: замысел и разработка концепции, массовое производство, момент ликвидации средств производства этого товара»¹¹¹.

Альтернативный параметр роста – «размер компании», оцениваемый как рыночная стоимость активов (Entity Value) или рыночная стоимость собственного капитала (Equity Value). В некоторых моделях жизненного цикла соответству-

ющий параметр даже не уточняется, поскольку, по мнению авторов данных моделей, он во многом определяется отраслевой спецификой деятельности организации.

В результате модели жизненного цикла организации весьма разнообразны, и общих принципов их построения не так уж и много. Как отмечает Г.В. Широкова, это, во-первых, допущение о закономерной последовательности стадий; во-вторых, о том, что каждая стадия является следствием предыдущей; и в-третьих, широкий спектр организационных характеристик и переменных, применяемых для построения соответствующей модели¹¹². Можно добавить и четвертый принцип, корреспондирующий с широкой трактовкой кризиса: «какой бы моделью мы не пользовались для описания жизненного цикла организации, ясно одно – все переходы с одной стадии развития на другую будут сопровождаться системными кризисами в организации»¹¹³.

Классические модели жизненного цикла организации Грейнера и Адизеса основаны на допущении о том, что в ходе своего развития организация неизбежно сталкивается с кризисами, каждый из которых может закончиться фатально. Успешное преодоление кризиса «запускает» следующую фазу цикла, а неудача влечет старение и смерть. В модели Грейнера жизненный цикл организации подразделяется на пять этапов роста, драйверами которого выступают соответственно креативность, директивное руководство, делегирование, координация и сотрудничество. Переход к новой фа-

зе развития происходит в результате революционных преобразований, являющихся реакцией на специфичные каждому этапу кризисы (лидерства, автономии, контроля и бюрократизма)¹¹⁴ (рис. 1.2).

К сожалению, применение модели Грейнера в целях финансовой диагностики ограничено, поскольку она в большей степени «описывает не развитие организации, а трансформацию со временем ее системы управления»¹¹⁵. Однако модель Грейнера может быть «встроена» в модель Адизеса, в которой финансовым аспектам предпринимательской деятельности уделяется большее внимание¹¹⁶, и полученная обобщенная модель может использоваться в финансовой диагностике для «установления стадии, на которой находится предприятие в данный момент».



Рис. 1.2. Модель жизненного цикла организации Л. Грей-
нера

В структуре жизненного цикла компании И.К. Адизес выделяет две стадии: рост (взросление) и спад (старение)¹¹⁷,

которые в свою очередь подразделяются на 10 последовательных этапов (рис. 1.3).

К этапам роста (взросления) относятся: выхаживание, младенчество, детство («давай-давай»), юность и расцвет; к этапам спада – стабилизация, аристократизм, ранняя бюрократизация, бюрократизация и завершающий этап жизненного цикла – смерть. Общая характеристика этапов взросления представлена в табл. 1.2.



Рис. 1.3. Модель корпоративного жизненного цикла И.К. Адизеса¹¹⁸

Таблица 1.2

Этапы роста организации по И.К. Адизесу

Название этапа

Краткая характеристика этапа

Выхаживание

На данном этапе есть только бизнес-идея. Необходимыми условиями начала жизненного цикла являются: а) готовность основателя принять риск, в том числе привлечь долговое и (или) доленое финансирование; б) готовность рынка; в) инвестиции. Если основатель не готов принимать обязательства, компания умирает, не успев родиться (патология 1)

Младенчество

Данный этап проходит в условиях перманентного кризиса. Основные характеристики: а) отсутствует четкая организационная структура, неформальные отношения; б) существенное недофинансирование; в) ориентация на краткосрочные цели и результаты; г) большое внимание к потребителям. Важнейшие условия выживания – активная роль основателя; финансирование. В их отсутствие наступает патология «ранняя смерть» или «смерть в младенчестве» (патология 2)

Детство

Детство или этап быстрого роста наступает, когда стабилизируются деятельность и денежный поток. По-прежнему нет четкой организационной структуры, но компания начинает работать эффективнее. Меняется представление о буду-

щем, появляется ощущение безграничности возможности, но необходимо сосредоточиться на приоритетных направлениях. Патология 3, которая может возникнуть на этом этапе, называется «ловушка основателя» или «семейная ловушка». Причины – сверхзначимая роль основателя, который не может или не хочет делегировать полномочия (выбытие основателя в этом случае означает смерть компании); в семейном бизнесе это может быть недопущение к управлению компанией сторонних лиц

Юность

На данном этапе происходит второе рождение компании в новом качестве. У основателя компании возникает потребность в делегировании полномочий, то есть в привлечении профессиональных менеджеров. Неизбежно возникает масштабный конфликт между широким кругом лиц (основателями и менеджерами, старыми и новыми работниками, основателями и старыми работниками и т. д). Патология, характерная для этого этапа, – «развод» между основателем и менеджерами, причем побежденная сторона вытесняется. Если побеждает основатель, компания возвращается на предыдущий этап, попадает в ловушку основателя или прекращает деятельность («несостоявшийся предприниматель», патология 4). Если менеджеры, – компания теряет дух предпринимательства и наступает «преждевременное старение» (патология 5)

Расцвет

Компания достигает баланса гибкости и управляемости (имеет четкую структуру), продолжается рост. Успешность деятельности оценивается по двум факторам: удовлетворение потребностей клиентов и достижение поставленных целей. Нередко открываются дочерние фирмы, которые будут проходить все стадии развития с самого начала. Сотрудникам комфортно работать в таких условиях, развиваются командный дух и творчество. Патологией являются любые признаки старения (первые из них проявляются в поведении, мировоззрении, отношении лидеров компании)

Сост. по материалам официального сайта института Адизеса.

Организация, как и любой живой организм, стремится достичь расцвета и как можно дольше оставаться на этом этапе. Причем переход к фазе спада не является неизбежным. Если с самого начала отслеживать, на каком этапе развития находится компания, и эффективно решать соответствующие проблемы, можно достичь расцвета в оптимальные сроки и оставаться на этом этапе сколь угодно длительное время, что, в частности, и определяет значимость финансовой диагностики. Характеристика основных этапов спада организации (кроме «смерти» – ликвидации) приведена в табл. 1.3.

Таблица 1.3

Этапы старения организации по И. К. Адизесу
Название этапа

Краткая характеристика этапа

Стабилизация

Стабилизация – это начало старения. Основные характеристики: а) стабильные позиции на рынке, отличные финансовые результаты; б) отказ от политики быстрого развития, завоевания новых рынков; в) угасает стремление к изменениям, к творчеству; г) снижается гибкость; д) меняется расстановка сил: финансисты, бухгалтеры, юристы, риск-менеджеры и специалисты по связям с общественностью становятся более влиятельными, чем сотрудники основного производства и отделов сбыта. Переход к следующей стадии проходит очень постепенно. Этап завершается ухудшением ожиданий роста

Аристократизм

Форма начинает преобладать над содержанием, в результате: а) все меньше средств направляется на исследования и разработки; б) изменения не приветствуются; в) больше всего поощряется исполнительность; г) совершенствуется внутренний контроль. По-прежнему хорошие финансовые результаты позволяют повышать управленческие расходы. На этом этапе компания активно участвует в сделках слияний и поглощений: поглощает молодые компании, в том числе для приобретения новых идей, но и сама становится потенциальным объектом поглощения со стороны молодых компаний. Постепенно качество основной деятельности начинает снижаться. Этап заканчивается резким ухудшением фи-

нансовых показателей, падением рыночной стоимости

Ранняя бюрократизация

Начинается поиск виновника проблем. Компания погружается в сложные конфликты, которые решаются не путем изменения структуры, а с помощью увольнения неугодных сотрудников (в первую очередь сокращению подвергается персонал отделов маркетинга, исследований и разработок, стратегического планирования).

Внутренняя борьба все больше отдаляет компанию от потребителя. В результате наступает банкротство или, если государство или бизнес-сообщество готовы поддерживать компанию, она переходит к следующей стадии

Бюрократизация

Третье рождение, начало искусственно поддерживаемой жизни компании, которая фактически нежизнеспособна. Компания полностью сосредоточивается на ритуалах. Поддерживается сложная система контроля, которая требует от работников не эффективного труда, а соблюдения правил и процедур. Запутывается организация процессов. Нет склонности к повышению эффективности, изменениям. Смерть компании наступает сразу же, как исчезает источник поддержки

Сост. по материалам официального сайта института Адизеса.

Кризисы компании, по мнению И.К. Адизеса, – результат закономерных проблем, которые можно разделить на три

группы:

- 1) нормальные проблемы взросления (или «болезни роста»);
- 2) аномальные проблемы;
- 3) патологии, которые компания не способна решать самостоятельно.

Если не решать нормальные проблемы, они становятся аномальными и со временем превращаются в патологии. Начинается фаза старения, в которой любая проблема носит патологический характер.

Каковы особенности кризисного финансового состояния предприятия по мере продвижения по кривой жизненного цикла?

Проанализируем их во взаимосвязи с главными признаками кризисной ситуации (угроза, внезапность, дефицит времени для принятия антикризисных решений) с точки зрения агентской проблемы, ключевых признаков финансовых затруднений и временной ценности денежных средств.

Кризисы взрослеющей компании зачастую обусловлены тремя последовательными вызовами агентского конфликта: дилеммы профессионализма, собственника, инвестора¹¹⁹. Эффективное решение дилемм – залог развития (переход к фазе юности, дальнейшее взросление и переход к фазе расцвета соответственно).

Дилемма профессионализма возникает на этапе быстрого роста, когда бизнес усложняется и начинает нуждаться-

ся в профессиональном менеджменте. Перед собственником встает две альтернативы: 1) повышение собственных (или семейных) профессиональных знаний; 2) делегирование управленческих полномочий (части полномочий) профессиональным менеджерам. Любой из вариантов требует дополнительных затрат (инвестиции в собственный/семейный человеческий капитал или агентские издержки). Традиционный жизненный цикл предполагает постепенное разделение функций собственника и менеджера и делегирование управленческих полномочий профессиональным менеджерам, что, в частности, создает потребность в транспарентной финансовой информации о компании.

Дилемма собственника обусловлена повышением потребности в финансировании бизнеса на этапе юности: сохранение контроля над компанией со стороны основателя (основателей) бизнеса в прежнем объеме, как правило, негативно отражается на темпах роста, тогда как поддержание целевой структуры капитала без ущерба для темпов роста компании влечет изменения в структуре собственности.

Дальнейшее развитие компании ставит мажоритарных собственников-основателей перед выбором (*дилемма инвестора*): 1) сохранить контроль над компанией, сосредоточив свою деятельность на рынках товаров и услуг; 2) отказаться от контролирующей доли, диверсифицировав инвестиции на рынке капитала. Значимость транспарентной финансовой информации для собственников, кредиторов и по-

тенциальных инвесторов возрастает. По мере привлечения дополнительных участников одной из приоритетных становится проблема инвестиционной привлекательности компании. На этапе расцвета интересы стейкхолдеров «оказываются полностью интегрированными и сбалансированными»¹²⁰.

Стареющее предприятие характеризуется усугублением агентского конфликта и потерей финансовой прозрачности. Проблема инвестиционной привлекательности, напротив, по-прежнему актуальна. Более того, интересы инвесторов на этапе спада становятся все более значимыми. Примечательно, что финансовые менеджеры расширяют свои полномочия и начинают оказывать существенное влияние на управленческие решения. На этапе бюрократизации, в большинстве случаев завершающемся смертью бизнеса, интересы любых лиц, не являющихся поставщиками капитала, становятся нерелевантными¹²¹.

Приоритетные интересы компании на разных этапах жизненного цикла показаны на рис. 1.4.

Работники			
Организация			
Капитал		Менеджмент	Органи
Менеджмент			Менсда
	Покупатель		
Покупатель		Покупатель	Покупа
Выживание	Младенчество	Детство	Юность

Рис. 1.4. Приоритетные интересы компании в контексте жизненного цикла¹²²

Анализируя *признаки финансовых затруднений* в контексте жизненного цикла, необходимо учитывать цели, приоритетные на тех или иных этапах развития компании.

В этой связи наиболее пристальное внимание должно уделяться ухудшению финансовых показателей, которые на отдельных этапах жизненного цикла являются для компании ключевыми.

Одним из определяющих признаков взросления компании, по мнению И.К. Адизеса, выступает недостаточный уровень платежеспособности. Критический характер проблема дефицита денежных средств носит на этапе выхаживания, когда главной задачей выступает формирование «модели бизнеса как генератора денежного потока»¹²³. Зарождающийся бизнес требует инвестиций, однако еще рано говорить о каких-либо финансовых показателях, поскольку компании как таковой не существует.

В младенчестве предприятие, как отмечено ранее, находится в условиях перманентного кризиса. Зачастую оно сталкивается с проблемой неплатежеспособности, а также испытывает острую потребность в оборотном капитале, поэтому проблема ликвидности, отмеченная А.П. Градовым и Б.И. Кузиным, безусловно, актуальна. Со временем проблема платежеспособности и ликвидности отходит на второй план, но преодолевается лишь на стадии стабилизации.

Признаком взрослеющей компании, которая, однако, еще не достигла своего расцвета¹²⁴, является приоритет масштабов сбыта над прибыльностью бизнеса. На стадии быстрого роста компании ориентируются прежде всего на объем продаж, и замедление оборачиваемости расценивается как наиболее тревожный симптом.

Главной финансовой целью компании на этапе юности провозглашается прибыль (как упоминалось выше, одним из главных признаков выхода из «детского состояния» считается преодоление точки безубыточности), но смена финансовых приоритетов происходит постепенно, и ориентация на сбыт по-прежнему преобладает. Поэтому показатели оборачиваемости фактически являются для компании более важными, чем показатели рентабельности продаж.

Этап расцвета отмечается равно высокой значимостью сбыта и прибыли. Компания начинает активно привлекать внешние инвестиции. И, следовательно, рентабельность капитала начинает играть не менее важную роль, чем рентабельность продаж. Компания достигает оптимальных финансовых пропорций, в том числе в отношении структуры капитала, что, с нашей точки зрения, актуализирует значение показателей финансовой устойчивости. Полагаясь на оптимистичные ожидания роста, компания стремится к максимизации прибыли в долгосрочном периоде.

На ранних этапах старения (стабилизация, аристократизм) предприятие характеризуется весьма привлекатель-

ным финансовым состоянием, в частности сохраняя свою финансовую устойчивость. Эта особенность является весьма ценной с точки зрения финансовой диагностики, которая не должна ограничиваться количественным анализом, по возможности максимально учитывая качественные характеристики деятельности организации. Один из первых симптомов старения компании, позволяющий судить о появлении патологических проблем задолго до ухудшения ключевых финансовых показателей, – избыток денежных средств. Другими ранними признаками старения выступают стремление к «защите доходов» и снижение *аппетита к риску*¹²⁵.

Ориентация на прибыль преобладает на протяжении всего периода спада. Однако горизонт максимизации прибыли становится все более краткосрочным, а ожидания роста все более умеренными. В связи с преобладанием интересов инвесторов над интересами потребителей продукции (товаров, работ, услуг) рентабельность инвестиций постепенно играет все более значимую роль, чем рентабельность продаж. На этапе аристократизма рентабельность инвестиций становится приоритетной целью. Показатели рентабельности продаж и оборачиваемости, напротив, теряют свое ключевое значение. По выражению И.К. Адизеса, «вместо удовлетворения потребностей клиента менеджмент учится зарабатывать деньги с помощью интерпретации результатов анализа хозяйственной деятельности и реагирования на краткосрочные ожидания фондового рынка»¹²⁶.

На поздних этапах старения (этапы бюрократизации) финансовые показатели компании подвержены эффекту падающего домино: «вследствие сильной связи между факторами, определяющими экономическое благополучие предприятия, ухудшение одного из показателей функционирования предприятия влечет за собой немедленное отрицательное изменение множества других, результатом чего является немедленное лавинообразное падение позиций предприятия»¹²⁷.

Дальнейшая судьба компании, теряющей свои конкурентные преимущества, зависит исключительно от инвесторов, поэтому на этапе ранней бюрократизации приоритетными ориентирами предпринимательской деятельности становятся показатели рентабельности капитала, финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности, которые, однако, зачастую имеют неудовлетворительные значения. И.А. Бланк отмечает, что на последних стадиях жизненного цикла финансовая стратегия предприятия «призвана обеспечить эффективное дезинвестирование и высокую маневренность использования высвобождаемого капитала в целях обеспечения дальнейшей финансовой стабилизации»¹²⁸.

Главная финансовая задача на завершающем этапе жизненного цикла (бюрократизация) – получать целевое финансирование, что позволит искусственно поддерживать жизнь предприятия до тех пор, пока заинтересованные лица не сочтут нужным отказаться от его реабилитации. Говорить о

приоритетных финансовых показателей уже не приходится, так как фактически компания перестает вести предпринимательскую деятельность.

Изменение временной ценности денежных средств для компании подвержено следующим закономерностям. Наибольшую стоимость денежные средства имеют на начальном и завершающем этапах жизненного цикла предприятия, что обусловлено высокими рисками, ассоциируемыми с его деятельностью. Чем ближе компания находится к пику своего развития, тем ниже для нее стоимость денежных средств. Однако в отличие от многих других финансовых параметров деятельности компании, демонстрирующих наилучшие значения на этапе расцвета, наиболее низкой стоимостью денежных средств становится в период раннего старения (стабилизация, аристократизм). Это обусловлено умеренными рисками, ассоциируемыми с деятельностью компании, имеющей вполне стабильное финансовое положение, сознательным нежеланием принимать дополнительные риски, более умеренными ожиданиями роста и, следовательно, более низкой требуемой доходностью инвестиций, избытком денежных средств на данных этапах жизненного цикла.

Подытоживая сказанное, приоритетные финансовые показатели компании на разных этапах жизненного цикла можно представить следующим образом (рис. 1.5, 1.6).

ИНВЕСТИЦИИ		Показатели оборачиваемости
	Показатели ликвидности и платежеспособности	Показатели ликвидности и платежеспособности
Выживание	Младенчество	Детство

Рис. 1.5. Приоритетные финансовые показатели на этапе роста компании

Показатели финансовой устойчивости	Показатели устойчивости
Показатели рентабельности капитала	
Показатели рентабельности продаж	Показатели капитала
Показатели оборачиваемости	
Стабилизация	Аристократия

Рис. 1.6. Приоритетные финансовые показатели на этапе старения компании

Глава 2

Диагностика финансовой несостоятельности (банкротства) предприятия

2.1. Банкротство предприятия в представлениях финансовой науки

Финансовые исследования, посвященные проблематике корпоративного банкротства, восходят к оценке кредитного риска хозяйствующих субъектов, на которой некоторые консалтинговые компании специализировались еще в середине XIX в.¹²⁹

Изначально прогнозирование банкротства проводилось исключительно качественными методами. Первые фундаментальные работы в области количественного анализа риска корпоративного банкротства относятся к 1930–1940 гг. В 1932 г. Полом ФицПатриком было установлено, что значения отдельных финансовых коэффициентов благополучных и разорившихся фирм существенно различаются¹³⁰. К подобным выводам независимо приходят и другие авторы, на-

пример Артур Винакор и Реймонд Смит в 1935 г.¹³¹, Чарльз Мервин в 1942 г.¹³²

Начиная с конца 1960-х гг., прогнозирование банкротства предприятий становится динамично развивающимся направлением финансовой науки. Основателями финансовой школы прогнозирования финансовой несостоятельности (Distress Prediction School) считаются Уильям Бивер, статистически обосновавший систему показателей для оценки вероятности банкротства (1965 г.)¹³³, и Эдвард Альтман, впервые для прогнозирования банкротства применивший метод множественного дискриминантного анализа (1968 г.)¹³⁴.

К настоящему времени разработано множество эффективных рекомендаций по оценке признаков финансовых затруднений, финансовым механизмам преодоления кризисных ситуаций. Диагностика банкротства выступает одним из важнейших направлений финансового анализа. Однако некоторые ключевые понятия, касающиеся исследуемой проблематики, до сих пор не имеют однозначного толкования.

В русском языке «банкротство»¹³⁵ в буквальном смысле понимается как: а) «разорение, приводящее к несостоятельности, делающее банкротом», то есть лицом несостоятельным, тем, «кто оказался не в состоянии выполнить возложенные на него или принятые на себя обязательства»¹³⁶; б) «несостоятельность, сопровождающаяся прекращением

платежей по долговым обязательствам»¹³⁷; в) «несостоятельность, отсутствие средств у должника ... и отказ в связи с этим платить по своим долговым обязательствам»¹³⁸. Наиболее важной характеристикой банкротства, таким образом, выступает *неспособность должника выполнять свои долговые обязательства*.

В этой связи возникает ряд закономерных вопросов: что означает «неспособность погашать долговые обязательства», как и кем она оценивается? Ответы на эти вопросы неоднозначны. Прежде всего следует разделять юридический и экономический подходы к трактовке банкротства предприятия.

Особенность *юридической трактовки банкротства* заключается в ее привязке к нормативным определениям банкротства, активов, обязательств и возможности восстановления платежеспособности. Признание предприятия банкротом – прерогатива арбитражного суда, а само банкротство обычно нельзя описать какими-либо определенными финансовыми показателями¹³⁹. Более того, формальные юридические признаки банкротства зачастую имеют более важное значение, чем фактическое финансовое состояние должника.

Экономическая трактовка банкротства (для обозначения банкротства в экономическом смысле мы будем также использовать термин «*финансовая несостоятельность*») основана на принципе приоритета экономического содержания

ния над юридической формой. Действие этого принципа выражается в том, что приоритетное значение уделяется экономическому смыслу банкротства, а также методам оценки активов и обязательств несостоятельного должника.

Определяя банкротство в терминах активов и обязательств, мы описываем финансовое состояние фирмы, которое, в свою очередь, может быть охарактеризовано широким спектром финансовых показателей. Особую роль в этом отношении имеет собственный капитал, выступающий своеобразным резервом прочности предприятия, истощение которого ведет к банкротству (рис. 2.1).

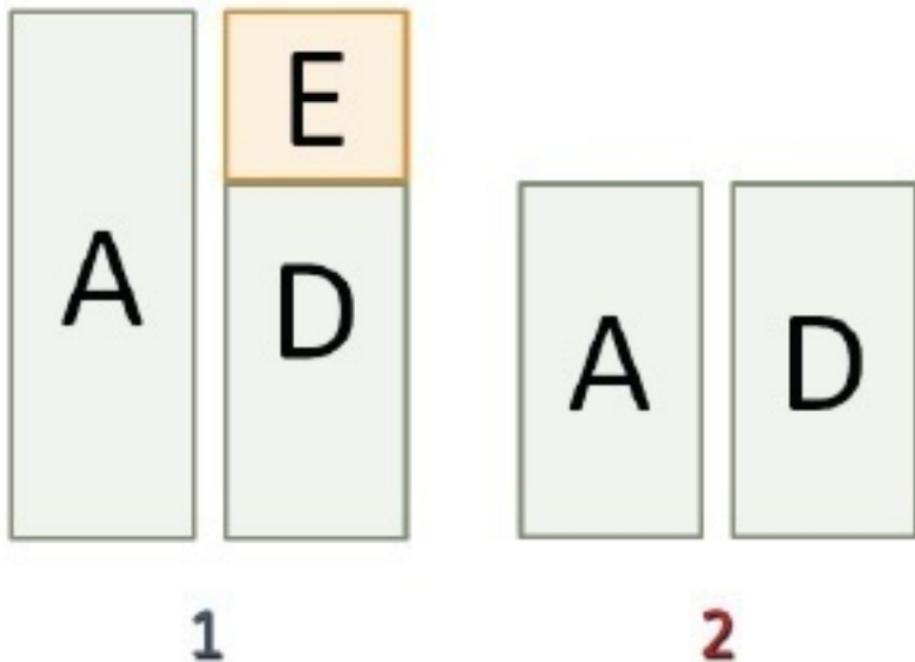


Рис. 2.1. Собственный капитал как резерв прочности предприятия

Исходя из балансового уравнения значение собственного капитала как резерва прочности предприятия можно охарактеризовать следующим образом:

1. Чем выше стоимость активов (Assets, A), тем выше доля собственного капитала (Equity, E). В то же время, чем выше доля собственного капитала в пассивах, тем выше обеспеченность долговых обязательств (Debt, D).

2. В случае, когда величина активов равна величине заемных средств, *значение собственного капитала равно нулю* (запас прочности отсутствует).

3. Когда стоимость активов опускается ниже стоимости долга, *значение собственного капитала становится отрицательным*. В этом случае финансовое состояние компании можно охарактеризовать как банкротство.

Что является причиной истощения резерва прочности предприятия? Существуют два основных объяснения:

– согласно первому объяснению *причина кроется в динамике денежных потоков*. По выражению У. Бивера, фирма – это резервуар ликвидных активов, пополняемый притоками и истощаемый оттоками денежных средств. Если резервуар иссякнет, фирма не сможет выполнять свои обязательства вовремя и в результате будет объявлена банкротом¹⁴⁰;

– согласно второму объяснению *банкротство является следствием снижения рыночной стоимости активов*. Как

только стоимость активов падает ниже определенного уровня (ниже стоимости обязательств, если строго придерживаться определения банкротства как неспособности погашать долги), фирма становится банкротом.

Общее правило может быть сформулировано следующим образом: чем *больше резерв* (собственный капитал) и чем *меньше волатильность* (денежного потока или рыночной стоимости активов соответственно), тем ниже вероятность банкротства¹⁴¹.

Подход, основанный на денежных потоках, развивался в классических работах по оценке вероятности банкротства У. Бивера и Дж. Вилкокса¹⁴². Подход, основанный на рыночной стоимости активов, апеллирует к теории оценки корпоративных обязательств Р. Мертона, основу которой составляет модель ценообразования опционов Блэка – Шоулза¹⁴³. Последний получил гораздо более высокую популярность на практике благодаря корпорации KMV (с 2002 г. – Moody's KMV), адаптировавшей модель Блэка – Шоулза – Мертона (BSM) к прогнозированию корпоративного банкротства¹⁴⁴.

Однако объяснение смысла финансовой несостоятельности на примере динамики собственного капитала не вполне корректно, поскольку речь идет об обязательствах перед собственниками, за которыми нет активов. В более строгом смысле следует говорить не о собственном капитале, а о чистых активах.

Отрицательное значение чистых активов, очевидно, означает, что фирма фактически является банкротом. Однако, по статистике, Moody's, в среднем за год банкротится около 1,5 % фирм, тогда как отрицательное значение чистых активов по балансовым оценкам наблюдается в среднем у 10 % фирм¹⁴⁵. Следовательно, показатель чистых активов не в полной мере раскрывает финансовый смысл банкротства, и чтобы сформулировать его более точно, зададимся вопросом: почему «технически несостоятельные» фирмы, имеющие отрицательные чистые активы, продолжают свое существование?

Дело в том, что кредиторы, собственники и другие лица могут быть заинтересованы в «реабилитации» бизнеса. Для кредиторов банкротство должника зачастую ведет к значительным убыткам. Очевидно, что добросовестные кредиторы не стремятся инициировать дело о банкротстве должника, предпочитая урегулировать ситуацию в досудебном порядке (исключением выступают нередкие в нашей стране случаи, когда процедуры банкротства используются в целях нелегального перераспределения собственности¹⁴⁶). Для собственников (участников, учредителей) банкротство фирмы прежде всего влечет недополученные как текущие, так и капитализированные доходы. Следует также учесть, что право собственников на получение части имущества фирмы при ее ликвидации реализуется только в том случае, когда погашены долговые обязательства перед кредиторами. Поскольку

ку при банкротстве даже кредиторы обычно получают далеко не всю сумму долга, средства, вложенные собственниками в капитал фирмы, как правило, и вовсе не возмещаются.

В каком случае реабилитация кризисного предприятия более целесообразна, чем его банкротство? С финансовой точки зрения эту ситуацию можно охарактеризовать с помощью показателей стоимости фирмы: реабилитация имеет смысл в том случае, когда стоимость фирмы при допущении о непрерывности деятельности (рыночная капитализация для публичных компаний) превышает ее стоимость при допущении о ликвидации (чистые активы в рыночной оценке). Иными словами, коэффициент Тобина (в одном из его возможных представлений¹⁴⁷) такой фирмы устойчиво больше единицы:

$$MV_s / MV_{na} > 1$$

где MV_s – рыночная капитализация;

MV_{na} – чистые активы в рыночной оценке.

Значение коэффициента Тобина, составляющее меньше единицы, фактически означает, что действующая фирма стоит меньше, чем ее активы по отдельности. Следовательно, «чем выше превышение q -отношение на 1, тем больше инвестиционная привлекательность фирмы», а «если $q < 1$, это первый признак того, что фирма может стать объектом враждебного поглощения»¹⁴⁸. Иными словами, компании, стабильно демонстрирующие неблагоприятные значения ко-

эффицента, выгодно обанкротить и распродать по частям.

Таким образом, *финансовый смысл банкротства более глубоко раскрывается в мнении рынка о перспективах развития бизнеса*. В конечном счете банкротство фирмы происходит не потому, что она становится финансово неустойчивой, а потому, что рынок перестает в нее «верить». Заметим, однако, что оценка коэффициента Тобина непубличных компаний основана на значительных допущениях. Показательно, что так называемые структурные модели прогнозирования банкротства¹⁴⁹, в основе которых лежит представление о банкротстве фирмы в контексте ее финансовой модели («финансовой структуры»), разрабатываются для компаний, котирующих свои ценные бумаги на фондовом рынке.

Оценивая возможность и целесообразность реабилитации бизнеса, следует учитывать и разное видение приоритетной цели предпринимательской деятельности. Если в качестве наиболее значимой цели рассматривать максимизацию богатства акционеров, целесообразно обращаться к соотношению оценок стоимости предприятия, полученных при различных допущениях. Однако в рамках диагностики финансовой несостоятельности вполне уместно рассматривать и такую цель, как *баланс интересов стейкхолдеров*.

Как отмечают А.С. Тонких и А.В. Ионов, «ни краткосрочные спекуляции, ни экономические кризисы при адекватном соблюдении баланса интересов не подорвут веру инвесторов

в светлое будущее фирмы», и «даже при ухудшении экономической конъюнктуры, в условиях которой снижение стоимости акций неизбежно, ...восстанавливать свою стоимость будут прежде всего предприятия с высоким уровнем баланса интересов»¹⁵⁰. Оценка баланса интересов стейкхолдеров или как минимум акционеров и менеджеров в свою очередь требует применения развернутой системы показателей¹⁵¹.

Впрочем, вопрос о наиболее важных признаках финансовой несостоятельности остается открытым. Исследование корпорации KMV показало, что основу эмпирических моделей прогнозирования финансовой несостоятельности, как правило, составляют четыре базовых характеристики предприятия: *размер, ликвидность, левиредж и прибыль*¹⁵². Данные характеристики, с нашей точки зрения, напрямую связаны с финансовым смыслом банкротства. Хронически убыточное предприятие, не оправдывающее основную цель своей деятельности и (или) принимающее чрезмерные риски, вряд ли будет реабилитировано в кризисной ситуации. Ликвидность фирмы имеет прямое отношение к оценке признака неплатежеспособности, тогда как размер, чаще всего понимаемый как величина собственного капитала, – к признаку неоплатности (недостаточности имущества) (рис. 2.2).



Рис. 2.2. Ключевые показатели эмпирических моделей прогнозирования финансовой несостоятельности

Очевидно, что в диагностике финансовой несостоятельности

ности предпочтение следует отдавать соответствующим относительным показателям:

- в качестве финансовых признаков неоплатности следует использовать коэффициенты капитализации, например коэффициент автономии (финансовой независимости);

- для оценки признака неплатежеспособности целесообразно анализировать коэффициенты покрытия, рассчитанные на базе денежного потока, например коэффициент обеспеченности процентов к уплате;

- показателем финансового риска выступает уровень финансового левериджа, который может выражаться с использованием как учетных, так и рыночных оценок;

- показателем операционного риска – уровень критического объема продаж, напрямую зависящий от объема условно-постоянных нефинансовых расходов.

Подытоживая сказанное, отметим, что в представлениях финансовой науки банкротство предприятия – это прежде всего характеристика его финансового состояния, которая может быть наполнена разным смыслом. Оценивая вероятность финансовой несостоятельности, необходимо учитывать: а) какая трактовка банкротства является приоритетной для целей анализа; б) соответственно какие допущения относительно будущего фирмы целесообразно использовать; в) какая финансовая модель фирмы будет положена в основу применяемой системы показателей.

Важнейшим признаком финансовой несостоятельности

выступает неуклонное сокращение «страхового резерва» – собственного капитала предприятия: чем ниже стоимостная оценка собственного капитала, тем выше вероятность банкротства. Однако, говоря о финансовой несостоятельности, корректнее апеллировать не к абстрактной величине собственного капитала, а к соотношению оценок его стоимости, полученных при различных допущениях.

2.2. Методы диагностики финансовой несостоятельности предприятия

Прежде всего отметим, что термины «диагностика финансовой несостоятельности», «прогнозирование банкротства», «оценка риска банкротства», «оценка вероятности банкротства» обычно используются как синонимы, хотя это и не вполне оправдано.

Понятие «диагностика» в узком смысле может быть определено как установление признаков какого-либо явления (в данном случае – банкротства). Прогнозирование финансовой несостоятельности, как правило, осуществляется на основе системы показателей, определенные значения или наличие (отсутствие) которых являются признаками банкротства. Следовательно, методические основы диагностики финансовой несостоятельности представлены методами прогнозирования банкротства.

Прогнозирование банкротства представляет собой определенный процесс, тогда как «оценка риска банкротства» может пониматься различным образом: и как процесс, и как результат прогнозирования. Вероятность в свою очередь выступает одной из наиболее часто применяемых мер риска банкротства. Вероятность банкротства оценивается при помощи прогнозов развития предприятия (прогнозов возможного банкротства) и может быть выражена как формализо-

ванно (в процентах или в долях единицы), так и неформализованно (например, высокая, низкая или умеренная).

Вероятность банкротства действующего предприятия никогда не равна нулю, поскольку несостоятельность может быть обусловлена обстоятельствами непреодолимой силы (природными и техногенными катастрофами, принятием нормативных актов запрещающего характера и пр.). Однако банкротство – это достаточно редкое событие¹⁵³. Поэтому вероятностью банкротства в финансовом анализе часто пренебрегают¹⁵⁴.

Вместе с тем, как отмечалось ранее, однозначно охарактеризовать состояние банкротства предприятия определенными финансовыми показателями практически невозможно. Ситуация осложняется многообразием определений банкротства фирмы и прежде всего преобладанием юридических трактовок. Поэтому применение термина «диагностика финансовой несостоятельности», с нашей точки зрения, более корректно.

Методы диагностики финансовой несостоятельности (банкротства) классифицируются, как правило, двумя основными способами: 1) по характеру применения; 2) по характеру базовых показателей, используемых для прогнозирования финансовых затруднений.

По характеру применения методы диагностики финансовой несостоятельности подразделяются на традиционные

*и нетрадиционные*¹⁵⁵. Основными традиционными методами выступают:

– метод системы финансовых показателей (наиболее известным примером модели, построенной таким методом, является система показателей У. Бивера, опубликованная в 1966 г.);

– метод мультипликативного дискриминантного анализа (в качестве примера следует привести широко известную модель Z-счета Э. Альтмана 1968 г.).

К нетрадиционным методам диагностики финансовой несостоятельности относят, в частности, методы стохастического анализа. Очевидно, что подобная классификация носит достаточно общий описательный характер.

В зависимости от базовых показателей, применяемых в моделях диагностики финансовой несостоятельности, как правило, выделяют две группы методов: рыночные и кредит-скоринговые.

Рыночные методы основаны на таких показателях, как текущая рыночная цена долговых обязательств, спреда доходности облигаций относительно безрисковой процентной ставки, текущая рыночная цены акций и т. п.

Кредит-скоринговые методы рассматриваются как всевозможные модификации Z-счета Э. Альтмана, построенного на основе финансовых коэффициентов преимущественно по балансовым оценкам¹⁵⁶.

Данная классификация представляет несомненный ин-

терес, обращая нас к таким важным вопросам, как цели диагностики и выбор соответствующих показателей. Вместе с тем за рамками классификации остаются не только комплексные, но и некоторые финансовые методы, которые нельзя отнести к группе «кредит-скоринговых».

В отечественной литературе внимание обычно акцентируется на экспертных оценках и «нерыночных» финансовых методах диагностики банкротства. Классификации методов, как правило, строятся по принципу, сформулированному автором популярной методики оценки кредитоспособности (А-счет) Дж. Аргенти. В частности, выделяется *два основных подхода* к диагностике банкротства:

- первый базируется на финансовых данных и включает оперирование известными коэффициентами (модели Альтмана, Таффлера и др.), а также умение «читать баланс»;
- второй исходит из данных по обанкротившимся компаниям и сравнения их с соответствующими данными исследуемой компании.

Данная классификация носит общий характер и не дает ответа на вопрос, как, например, классифицировать финансовые методы. В развитие классификации Аргенти некоторые авторы предлагают выделить три подхода к оценке вероятности банкротства¹⁵⁷:

- 1) качественный, который «исходит из данных по обанкротившимся компаниям и сравнивает их с соответствующими данными исследуемой компании»;

2) количественный, охарактеризованный как «подход, базирующийся на финансовых данных и включающий оперирование некоторыми коэффициентами»;

3) смешанный, примером которого «выступает метод интегральной балльной оценки, используемый для обобщающей оценки финансовой устойчивости предприятия»¹⁵⁸.

К сожалению, такая классификация не раскрывает принципиальные методические различия подходов к диагностике финансовой несостоятельности. Поэтому мы обратимся к следующему важному вопросу: говоря о классификации тех или иных методов, нельзя не учитывать *сферу их практического применения*.

Методы диагностики финансовой несостоятельности преимущественно используются в двух основных случаях: антикризисное управление и управление кредитным риском.

В условиях антикризисного управления применение большинства методов прогнозирования банкротства ограничено. Предпочтение отдается официальным методикам, которые разрабатываются в отношении неплатежеспособных предприятий. Вероятно, поэтому в руководствах по антикризисному управлению описание соответствующих методов зачастую носит «справочный» характер, а вопрос их классификации не имеет принципиального значения.

Иная ситуация складывается, когда методы диагностики финансовой несостоятельности предприятия применяются в рамках управления кредитным риском¹⁵⁹. Во-первых, са-

ми методы оценки кредитного риска исследованы более тщательно. Во-вторых, при оценке кредитного риска снимается ограничение на возможность применения методов «ранней диагностики».

Как правило, методы оценки кредитного риска изучаются в целях банковского кредитования. Так, в зависимости от характера базовых показателей *методы оценки кредитоспособности заемщика* делятся на комплексные и финансовые; в зависимости от количества итоговых показателей выделяют многокритериальные (система показателей) и однокритериальные (например, метод множественного дискриминантного анализа, рейтинговый метод) и т. д.

Оценка кредитного риска осуществляется и при покупке долговых ценных бумаг, прежде всего облигаций. Методические основы оценки кредитного риска по банковским кредитам и облигациям (в том числе в отношении классификации соответствующих методов) во многом совпадают. В то же время есть и свои специфические особенности¹⁶⁰. Держатели облигаций преимущественно ориентируются на общедоступные источники информации, основным из которых является финансовая отчетность заемщика, тогда как банки могут привлекать дополнительные сведения о своих клиентах, что, естественно, отражается на методах оценки кредитоспособности. Особую роль в оценке кредитоспособности эмитентов облигаций играют рейтинговые агентства (Moody's, Standard & Poor's, Fitch и др.), профессионально

анализирующие кредитные риски публичных заемщиков и располагающие обширной статистической базой по своим клиентам.

Учитывая существующие классификации методов оценки кредитного риска, выделим следующие подходы к классификации методов диагностики банкротства:

1. В зависимости от анализируемого объекта методы диагностики финансовой несостоятельности могут быть комплексными и финансовыми:

– *комплексные методы* не ограничиваются оценкой финансового состояния предприятия. Во внимание принимаются иные экономические, а также неэкономические аспекты финансово-хозяйственной деятельности;

– *финансовые методы* позволяют оценить вероятность банкротства на основе показателей финансового состояния (как правило, финансовых коэффициентов).

Прогнозирование корпоративного банкротства в развитых странах предполагает в первую очередь применение финансовых моделей, позволяющих формировать оценку на основе общедоступной финансовой информации. В то же время в условиях формирующихся рынков популярные в развитых странах финансовые модели, как правило, не обеспечивают приемлемой точности. Особую ценность приобретают комплексные методы, позволяющие в большой степени учесть существенные макроэкономические факторы финансовой устойчивости предприятий¹⁶¹.

2. По характеру базовых показателей финансовые методы прогнозирования банкротства могут быть «рыночными» и «нерыночными» (учетными):

– *рыночные методы (market-based methods)*, разрабатываемые изначально в отношении публичных компаний, основаны на предположении о том, что банкротство происходит не потому, что предприятие теряет платежеспособность, а потому, что рынок «перестает в него верить». Наиболее эффективно, как предполагается, финансовую устойчивость публичной компании отражает фондовый рынок. Следовательно, необходимо ориентироваться не на балансовые, а на рыночные оценки. В частности, главным ориентиром в диагностике финансовой несостоятельности будет не балансовая стоимость компании, а ее рыночная капитализация;

– *нерыночные или учетные методы (accounting-based methods)* в основном апеллируют к учетным оценкам. Так или иначе именно неплатежеспособность предприятия является основным критерием его банкротства и позволяет начать конкурсный процесс. Поэтому учетные оценки, в значительной степени ориентированные на кредиторов предприятия, вполне уместно использовать в диагностике финансовой несостоятельности.

Следует, однако, отметить, что модели прогнозирования банкротства могут носить смешанный характер, включая как учетные, так и рыночные показатели. Примером такой модели, в частности, выступает классическая модель Э. Альтма-

на 1968 г., основанная не только на показателях финансовой отчетности, но требующая сведений и о рыночной капитализации компании¹⁶². Примечательно, что именно смешанные модели обладают наиболее высоким уровнем прогнозного потенциала¹⁶³.

3. В зависимости от применяемого подхода к формированию прогнозных моделей методы, основанные на экспертных оценках, можно противопоставить статистическим методам¹⁶⁴. С учетом допущений о сущности банкротства статистические методы диагностики финансовой несостоятельности в свою очередь подразделяются на структурные и неструктурные (эмпирические)¹⁶⁵.

Эмпирические методы не связаны с какими-то четкими представлениями о финансовой модели банкротства и поэтому не позволяют ответить на вопрос о его возможных причинах, ограничиваясь лишь статистическими закономерностями динамики финансового состояния кризисной фирмы. Как правило, под «банкротством» в данном случае негласно понимается такое финансовое состояние фирмы, которое потенциально может привести ее к краху (несостоятельности, дефолту по долговым обязательствам, невыплате дивидендов по привилегированным акциям и пр.). Поэтому в отношении эмпирических моделей наиболее уместно говорить не о прогнозировании *банкротства*, а о диагностике *финансовой несостоятельности*.

По виду прогнозной модели, в свою очередь, следует различать:

1) эмпирические модели, основанные на системе показателей, но не предполагающие построение обобщающего (интегрального) показателя (по выражению Э. Альтмана, такие модели, как правило, строятся методами «традиционного коэффициентного анализа»¹⁶⁶);

2) модели, позволяющие оценить вероятность банкротства по значению обобщающего показателя.

Наиболее популярные эмпирические модели диагностики банкротства представлены интегральными кредит-скоринговыми моделями (Z-score models), построенными по данным финансовой отчетности преимущественно методом множественного дискриминантного анализа (Multiple Discriminant Analysis, MDA). В качестве примеров можно привести как широко известные модели Э. Альтмана¹⁶⁷, Р. Таффлера¹⁶⁸, так и не столь известные¹⁶⁹.

Понятие *структурных методов диагностики финансовой несостоятельности* в литературе трактуется неоднозначно. Речь в данном случае идет прежде всего о моделях КМВ-Мертон (KMV – Merton Models). Данные модели, позволяющие с высокой точностью оценить вероятность банкротства, имели не только коммерческий успех, но и существенный научный резонанс¹⁷⁰. Вероятно, поэтому структурными, как правило, называют только те модели, которые осно-

ваны на концепции оценки корпоративных обязательств Блэка – Шоулза – Мертона (BSM model)¹⁷¹. Подобную точку зрения можно встретить как в западной, так и в отечественной литературе¹⁷².

Структурные методы в широком смысле противопоставляются эмпирическим и, следовательно, предполагают теоретическое обоснование, а именно *представление о банкротстве фирмы в контексте ее финансовой модели («финансовой структуры»)*¹⁷³.

Отметим, что в последние годы рыночные структурные модели (преимущественно на примере моделей КМВ – Мертона) часто противопоставляются нерыночным эмпирическим (как правило, на примере мультипликативных дискриминантных моделей)¹⁷⁴. Однако, как следует из сказанного, ставить знака равенства между рыночными и структурными методами, как и между нерыночными и эмпирическими методами, не вполне корректно. Эмпирические модели могут быть основаны на рыночных оценках, а структурные модели разрабатываются и в отношении непубличных компаний, об оценке рыночной стоимости которых можно говорить с определенной долей условности. Кроме того, как отмечалось выше, многие модели диагностики финансовой несостоятельности носят смешанный характер. В то же время структурные модели КМВ – Мертона корректируются с учетом статистических данных.

Очевидно, что классификацию методов и моделей диагностики финансовой несостоятельности при желании можно продолжить. Так, по количеству используемых показателей прогнозные модели могут быть однофакторными и многофакторными; в зависимости от вида используемых показателей – формализованными и неформализованными; по используемым математическим методам – статистическими (МДА, логит-модели) и на основе искусственного интеллекта (нейронные модели, деревья решений); в зависимости от возможности применения экспертных оценок – субъективными и смешанными и т. д.¹⁷⁵

Финансовые методы диагностики финансовой несостоятельности (банкротства)

Прогнозирование корпоративного банкротства, как правило, проводится финансовыми методами. При этом предпочтение отдается статистическим моделям. Далее мы проанализируем особенности практического применения и проблемы адаптации следующих наиболее популярных моделей:

– основанных на системе финансовых показателей, не предполагающих построение обобщающего показателя вероятности банкротства (метод традиционного коэффициентного анализа);

– предполагающих формирование обобщающего показателя вероятности банкротства (в частности, построенные с применением метода мультипликативного дискриминантного анализа).

Отдельное внимание мы уделим и менее популярным в России структурным моделям прогнозирования финансовых затруднений на примере моделей КМВ – Мертона, которые, как было отмечено ранее, основываются на так называемых рыночных показателях.

Если для диагностики банкротства используются *статистические методы*¹⁷⁶, не предполагающие построение обобщающего показателя, порядок действий при обосновании соответствующей прогнозной модели состоит в следующем:

1. Строится система показателей (как правило, финансовых коэффициентов), наиболее явно отражающих признаки финансовой несостоятельности.

2. Устанавливаются критические значения данных показателей.

3. Решение о вероятности банкротства принимается на основе сравнения фактических значений показателей по анализируемому предприятию с их критическими значениями.

Считается, что первая статистически обоснованная система финансовых показателей для оценки вероятности корпоративного банкротства была построена в 1966 г. У. Бивером, доказавшим, что некоторые финансовые коэффициенты кризисных предприятий задолго до признания несостоятельности значительно отличаются от соответствующих коэффициентов финансово устойчивых предприятий.

Выборка состояла из 79 пар предприятий, половина которых в период с 1954 по 1964 г. потерпела крах (предприя-

тия, которые обанкротились, не смогли выплатить дивиденды по привилегированным акциям, объявили дефолт по облигациям или превысили кредитный лимит по банковскому счету¹⁷⁷). Максимальный анализируемый период составлял пять лет¹⁷⁸. Динамический анализ проводился по шести финансовым коэффициентам, наиболее точно отражающим признаки финансовой несостоятельности:

- коэффициент достаточности денежного потока – отношение денежного потока к совокупному долгу¹⁷⁹;
- коэффициент рентабельности активов – отношение чистой прибыли к активам;
- уровень финансового левериджа – доля совокупного долга в общем объеме обязательств;
- коэффициент покрытия активов собственными оборотными средствами – отношение собственных оборотных средств к активам¹⁸⁰;
- коэффициент текущей ликвидности;
- период обращения собственных оборотных средств («no-credit interval») – отношение собственных оборотных средств¹⁸¹ к операционным расходам без учета амортизации.

Несмотря на очевидные преимущества подобных моделей (возможность применять экспертные оценки, оценивать вероятность банкротства по общедоступной финансовой информации, простота обоснования и практического применения), они обладают и некоторыми существенными ограни-

чениями:

– во-первых, (это ограничение, прежде всего, касается возможности адаптации иностранных моделей к российским условиям) система показателей, как правило, строится на основе статистических данных. Если анализ проводится в другой стране, по другой отрасли, через продолжительный период времени, несостоятельными могут оказаться не только критические значения показателей, но и сами значимые показатели;

– во-вторых, показатели невозможно однозначно нормировать: в каждом конкретном случае должна учитываться специфика деятельности, временной период, внешние факторы и т. д. Поэтому, как правило, можно сделать только общие выводы о динамике финансового состояния фирмы (ухудшилось или улучшилось);

– в-третьих, значения показателей могут приводить к противоречивым выводам, и у аналитика закономерно возникает потребность «свернуть» несколько показателей в один обобщающий, по значению которого можно с определенной долей условности однозначно судить о вероятности финансовой несостоятельности.

Пожалуй, наиболее популярным методом диагностики финансовой несостоятельности, предполагающим построение такого обобщающего показателя вероятности банкротства, является *множественный (или мультипликативный) дискриминантный анализ* (Multiple Discriminant Analysis),

MDA). Изначально метод нашел применение в исследованиях по естественным наукам в 1930-е гг. Впервые для прогнозирования банкротства предприятий мультипликативный дискриминантный анализ был предложен Эдвардом Альтманом в 1968 г.

Суть метода заключается в следующем:

1) составляется выборка схожих по характеристикам предприятий, которые либо обанкротились, либо сумели выжить в течение некоторого периода;

2) выбираются наиболее значимые для оценки вероятности банкротства финансовые коэффициенты;

3) строится дискриминантная функция, графически делящая предприятия выборки на две группы: финансово устойчивые и потенциальные банкроты:

$$Z = a_1 * K_1 + a_2 * K_2 + \dots + a_n * K_n,$$

где Z – обобщающий (интегральный) показатель вероятности банкротства;

$a_1 - n$ – некоторые параметры (коэффициенты регрессии);

$K_1 - n$ – наиболее значимые для целей диагностики банкротства показатели (как правило, финансовые коэффициенты).

Коэффициенты регрессии рассчитываются в результате статистической обработки данных по выборке предприятий;

4) также по итогам обработки эмпирических данных устанавливаются пороговые нормативы функции Z_1 и Z_2 (где $Z_1 < Z_2$).

В случае, если рост значений факторов означает повышение финансовой устойчивости, при $Z > Z_2$ вероятность банкротства незначительна; при $Z < Z_1$ вероятность банкротства велика.

И напротив, если между значениями факторов и уровнем финансовой устойчивости наблюдается обратная зависимость, при $Z > Z_2$ вероятность банкротства велика; при $Z < Z_1$ вероятность банкротства незначительна, при $Z_1 < Z < Z_2$ состояние анализируемого объекта носит неопределенный характер;

5) оценка вероятности банкротства проводится исходя из сравнения значения функции анализируемого предприятия и установленных критических значений.

Подробная характеристика применения метода мультипликативного дискриминантного анализа в целях диагностики финансовой несостоятельности приводится в монографии Ю. Бриггема и Л. Гапенски¹⁸². В частности, на основе данных по 19 компаниям, часть из которых обанкротилась, показан порядок формирования двухфакторной модели прогнозирования банкротства. В качестве базовых показателей используются коэффициент текущей ликвидности и коэффициент финансовой зависимости (доля заемных средств в пассивах):

$$Z = -0,3877 - 1,0736 * CR + 0,0579 * DR,$$

где Z – показатель вероятности банкротства;

CR – коэффициент текущей ликвидности;

DR – коэффициент финансовой зависимости.

– При $Z_1 < -0,3$ банкротство маловероятно; при $Z_1 > 0,3$ вероятность наступления банкротства оценивается как высокая; при $Z_1=0$ указанная вероятность равна 50 %. В интервале $[-0,3; 0,3]$ находится «зона неопределенности».

Как правило, модели, построенные методом дискриминантного анализа, включают более двух факторов. В частности, наиболее известная модель Э. Альтмана (модель «Z») – пятифакторная¹⁸³:

$$Z = 0,012 * X_1 + 0,014 * X_2 + 0,033 * X_3 + 0,006 * X_4 + 0,999 X_5,$$

где Z – показатель вероятности банкротства;

X_1 – доля собственных оборотных средств в активах (отметим, что речь идет о традиционной трактовке собственных оборотных средств, рассчитываемых как разность оборотных активов и краткосрочных обязательств);

X_2 – отношение реинвестированной прибыли к активам, то есть рентабельность активов;

X_3 – отношение операционной прибыли к активам (еще один показатель рентабельности активов);

X_4 – отношение рыночной капитализации к учетной стоимости долговых обязательств – показатель финансового левериджа (таким образом, модель можно было применять только в отношении публичных компаний);

X_5 – отношение выручки к активам (оборачиваемость активов).

В зависимости от значения Z формируется оценка вероятности банкротства. При $Z < 1,8$ вероятность банкротства высока; при $Z > 2,99$ – очень низка. Зона неопределенности, когда нельзя с приемлемой точностью оценить наступление того или иного события, находится в интервале $[1,81; 2,99]$. При $Z = 2,675$ вероятность наступления банкротства составляет 50 %. Данная модель позволяла спрогнозировать банкротство за один год с точностью 95 %; за два года – до 70 %; за три – до 50 %.

Метод множественного дискриминантного анализа получил широкое практическое применение. Новые модели отвечали страновым, отраслевым и другим особенностям финансово-экономической деятельности предприятий. Так, в 1983 г. Э. Альтманом была опубликована модель « Z' », в которой финансовый леверидж оценивался по данным финансовой отчетности, что позволяло использовать ее не только в отношении публичных компаний¹⁸⁴:

$$Z' = 0,717 * K_1 + 0,847 * K_2 + 3,107 * K_3 + 0,420 * K_4 + 0,998 * K_5,$$

где Z' – показатель вероятности банкротства;

K_1 – доля собственных оборотных средств в активах;

K_2 – отношение накопленной реинвестированной прибыли к активам;

K_3 – отношение операционной прибыли к активам;

K_4 – отношение собственного капитала и заемного капитала (в учетной оценке);

K_5 – отношение выручки от реализации к активам.

Также метод МДА был адаптирован для прогнозирования банкротства малых и средних предприятий. В качестве примера можно привести четырехфакторную модель Г. Спрингейта (1978 г.), разработанную по данным финансовой отчетности малых и средних канадских предприятий¹⁸⁵:

$$Z = 1,03 * K_1 + 3,07 * K_2 + 0,66 * K_3 + 0,4 * K_4,$$

где Z – показатель вероятности банкротства;

K_1 – отношение оборотных активов к итогу баланса;

K_2 – отношение суммы прибыли до налогообложения и процентов к уплате к итогу баланса;

K_3 – отношение прибыли до налогообложения к величине краткосрочных обязательств;

K_4 – отношение выручки (нетто) от реализации к итогу баланса.

При $Z < 0,862$ предприятие получало оценку «крах».

Данная модель обеспечивала точность годового прогноза 92,5 %.

Метод множественного дискриминантного анализа обладает существенными преимуществами (высокая точность, незначительная зависимость результатов анализа от субъективного фактора, возможность прогнозирования банкрот-

ства по общедоступным сведениям, простота применения и интерпретации полученных результатов), что обусловило его высокую популярность. Наиболее известные дискриминантные модели за год до краха обеспечивают достоверный результат с вероятностью от 83 до 98 %¹⁸⁶.

Основные ограничения в применении данного метода заключаются в следующем.

Соответствующие модели строятся статистическими методами по определенной выборке компаний. Распределение финансовых показателей деятельности компаний не является постоянным: оно меняется со временем в зависимости от региональных и отраслевых условий деятельности. Если анализируемая компания находится в другой стране, имеет другую отраслевую специфику или, например, не является публичной в отличие от компаний, формирующих выборку, использовать соответствующую модель нецелесообразно. В частности, вопреки распространенному мнению, некорректно применение «импортных» дискриминантных моделей в отношении российских компаний¹⁸⁷. Очевидно, невозможно и внесение «механических» корректировок в пороговые нормативы, финансовые коэффициенты или коэффициенты регрессии существующих моделей.

Формирование эффективной модели диагностики банкротства методом МДА требует репрезентативной выборки. Исследования Moody's показывают, что такая выборка должна состоять как минимум из 40 пар предприятий (для срав-

нения: первая модель Альтмана основана на исследовании всего 33 пар)¹⁸⁸. В то же время, как отмечалось ранее, корпоративное банкротство является относительно редким событием, что затрудняет задачу разработчиков.

Применение мультипликативного дискриминантного анализа целесообразно в условиях относительной стабильности внешней среды или умеренной неопределенности, когда вероятность результатов принятия управленческого решения можно оценить с приемлемой точностью.

Результаты оценки могут оказаться в «зоне неопределенности», когда вероятность банкротства анализируемого предприятия составляет примерно 50 %. Следует отметить, что последнее ограничение успешно преодолевается с помощью других статистических методов. Так, в 1980 г. Джеймс Олсон обосновал первую *логит-модель* диагностики банкротства¹⁸⁹. Подобные модели позволяют получить значение вероятности банкротства по формуле логистической регрессии, и так называемая серая зона в данном случае отсутствует.

Далее мы обратимся к рыночным моделям, а именно к *структурным моделям прогнозирования финансовых затруднений на примере моделей КМВ – Мертона*.

Согласно концепции Блэка – Шоулза – Мертона, собственный капитал фирмы рассматривается как колл-опцион на ее активы с ценой исполнения, соответствующей величине долговых обязательств, а банкротство – как «отказ» акци-

онеров (держателей опциона) от покупки активов у кредиторов (срок такого опциона соответствует сроку обязательств).

Логика рассуждений такова. В случае ликвидации компании кредиторы имеют преимущественное (по отношению к собственникам) право получения части ее имущества пропорционально своим финансовым требованиям. Собственники получают причитающуюся им часть имущества только в том случае, если требования кредиторов будут полностью удовлетворены. Таким образом, при ликвидации компании собственники получают величину (E , Equity – собственный капитал):

$$E = \max [A - D, 0],$$

где A (Assets) – активы;

D (Duties) – обязательства.

Данная формула соответствует характеристике колл-опциона европейского типа на покупку активов фирмы (с ценой исполнения на уровне долговых обязательств), «купить» которые выгодно только в том случае, если стоимость активов фирмы в момент погашения долга превышает величину долговых обязательств.

Заемные средства, в свою очередь, можно представить как пут-опцион на продажу активов фирмы в случае ее ликвидации по цене:

$$D = \min [A, D].$$

Банкротство фирмы означает *такое финансовое состояние, при котором стоимость ее активов становится мень-*

ше величины *долговых обязательств* или, другими словами, величина чистых активов становится отрицательной. Таким образом, расстояние до банкротства действующей компании (distance to default, DD) можно оценить, используя показатель чистых активов.

Учитывая, что стоимость активов фирмы имеет вероятностное распределение, характеризующееся ожидаемой стоимостью и стандартным отклонением, расстояние до банкротства можно выразить количеством стандартных отклонений (σ) по формуле:

$$DD = \frac{A - D}{\sigma}.$$

Как видно из формулы, чем ниже стоимость активов и чем выше ее волатильность, тем выше вероятность банкротства.

Оценка вероятности банкротства действующей компании, таким образом, предполагает три последовательных этапа:

- 1) оценка рыночной стоимости активов и ее волатильности;
- 2) оценка расстояния до банкротства;
- 3) оценка вероятности банкротства.

Стоимость активов и ее волатильность неочевидны, но их оценка может быть получена на основе данных о рыночной капитализации и волатильности акций компании с применением теории ценообразования опционов Блэка – Шоул-

за. Вероятность банкротства в оригинальной модели Блэка – Шоулза – Мертона оценивается на основе допущения о нормальном распределении стоимости активов.

Эмпирические исследования корпорации KMV показали, что некоторые фирмы продолжают свое существование, несмотря на отрицательные чистые активы. Поэтому в моделях КМВ – Мертона, сформированных с учетом статистических данных, «расстояние до банкротства» оценивается по формуле:

$$D = \frac{A - (1/2LTD + STD)}{\sigma}$$

где LTD (Long-termed duties) – долгосрочные обязательства;

STD (short-termed duties) – краткосрочные обязательства.

Оценка вероятности банкротства в моделях КМВ – Мертона также проводится с учетом статистических исследований. Данные по тысячам компаний за многолетний период позволяют оценить «ожидаемую частоту дефолта» (EDF, Exhpected Default Frequency) – долю фирм, объявивших дефолт при заданном значении расстояния до банкротства.

Модели КМВ – Мертона, по мнению В. Агарвала и Р. Дж. Таффлера, характеризуются следующими основными преимуществами¹⁹⁰:

– они являются теоретически обоснованными, отвечая

финансовым представлениям о модели банкротства фирмы;

– результаты получаемых прогнозов не зависят от времени, региона или выборки, как, например, в случае с регрессионными моделями;

– рыночные цены отражают ожидаемые денежные потоки, и, следовательно, лучше соответствуют целям диагностики финансовой несостоятельности, чем сведения финансовой отчетности;

– рыночные показатели не подвержены влиянию учетной политики.

Также следует отметить, что финансовая несостоятельность в этом случае осуществляется на основе общедоступной информации о компании. При этом базовые показатели имеют не дискретное, а непрерывное вероятностное распределение. Вероятность финансовых затруднений, в свою очередь, является не дискретной, а непрерывной величиной и изменяется вместе с изменением рыночной стоимости активов компании.

Вместе с тем диагностика банкротства непубличных компаний с использованием рыночных оценок сопряжена с очевидными сложностями. Для фирм, не имеющих достаточно объективной рыночной оценки собственного капитала (в том числе для публичных компаний, акции которых недостаточно ликвидны), возможности рыночных методов существенно ограничены, и на практике они имеют гораздо меньшую значимость, чем комплексная оценка, основанная на

эмпирических моделях и экспертных суждениях. Впрочем, даже если речь идет о публичной компании с ликвидными акциями, оценка рыночной стоимости активов может вызвать определенные затруднения. Весьма жестким ограничением в этом отношении является используемое допущение об эффективности фондового рынка.

Отдельные преимущества структурных моделей обращают нас к ограничениям эмпирических моделей, связанным с прогнозным потенциалом финансовой отчетности. Значительный интерес в этой связи представляет оценка факторов, влияющих на возможность и эффективность применения учетных показателей в целях диагностики финансовой несостоятельности.

С момента основания школы прогнозирования корпоративного банкротства прогнозный потенциал финансовой отчетности, как отмечается У. Бивером, М. МакНиколсом и Дж. Раем, был подвержен влиянию трех главных факторов¹⁹¹:

- 1) введение учетных стандартов, направленных на повышение транспарентности финансовой отчетности;
- 2) повышение относительной значимости нематериальных активов и производных финансовых инструментов в деятельности предприятий;
- 3) предпочтение принципа осмотрительности при подготовке финансовой отчетности.

Ожидается, что прогнозный потенциал финансовой от-

четности, отвечающей требованию транспарентности, увеличится. Однако в настоящее время при расчете традиционных финансовых показателей по-прежнему не учитываются многие нематериальные активы и производные финансовые инструменты, что в некоторых случаях оказывает значимое влияние на оценку вероятности банкротства. Приверженность принципу осмотрительности неоднозначно влияет на качество финансовой отчетности в зависимости от того, используется ли данный принцип в целях повышения транспарентности или чтобы скрыть важные аспекты финансовой деятельности компании.

В результате эмпирического исследования У. Бивер, М. МакНиколс и Дж. Рай пришли к следующим основным выводам¹⁹²:

1) надежность прогнозных моделей, построенных по данным финансовой отчетности, остается высокой в течение длительного времени, демонстрируя лишь незначительные изменения;

2) некоторое снижение прогнозного потенциала показателей финансовой отчетности компенсируется улучшением прогнозной способности рыночных показателей;

3) когда финансовые показатели и рыночные переменные объединяются, снижение прогнозного потенциала моделей диагностики банкротства во времени оказывается незначительным.

Комплексные методы диагностики финансовой

несостоятельности (банкротства)

Очевидно, что финансовые методы диагностики наиболее популярны на практике, поскольку как минимум финансовые показатели выступают общепринятым языком бизнес-коммуникации. Однако ограничиваться исключительно финансовыми методами крайне нежелательно – необходимо, чтобы диагностика финансовой несостоятельности носила *комплексный характер*.

Весьма убедительно ограниченность финансовых методов диагностики характеризует Я.В. Соколов: «Современными аналитиками очень много внимания уделяется признакам финансовых затруднений. Однако вопреки распространенному мнению вряд ли возможно прогнозировать такие явления, как банкротство, кризис и т. п. Вся экономическая жизнь зиждется не на математических схемах, а на психологической убежденности лиц, занятых в хозяйственных процессах. И если люди поверят в то, что «завтра рубль упадет», ничто не помешает кризису разразиться. Мир коммерции состоит не из логически изящных конструкций, каковыми сплошь и рядом выступают аналитические модели, а предстает перед человеком подобно жутким и мрачным джунглям»¹⁹³.

Впрочем, комплексный подход к оценке финансовых затруднений не является в мировой практике чем-то исключительным. В этом отношении уместно обратиться к методическим подходам, применяемым при оценке кредитоспособ-

ности. Как отмечает Б. Коласс, финансовая ситуация представляет лишь один из трех элементов, учитываемых при оценке кредитоспособности фирмы. Финансовый анализ, по его мнению, отвечает в среднем лишь за 40 % конечного решения банков. Качественные характеристики фирмы (качество корпоративного управления, качество персонала и т. п.) формируют не менее значимую оценку (40 %). И наконец, «экономический фактор» (ситуация в экономике и отрасли) определяет примерно 20 % решения¹⁹⁴.

При всех очевидных достоинствах комплексного подхода к диагностике финансовой несостоятельности наиболее важным недостатком подобных методик является то, что показатели не упорядочены по степени важности, и результаты анализа зачастую сложно однозначно интерпретировать. Однако даже неформализованные показатели при желании можно «свернуть» при помощи *скоринга*¹⁹⁵.

Простейший алгоритм *комплексной балльной оценки вероятности банкротства* состоит в следующем:

- 1) составляются вопросы по различным сферам деятельности компании, предполагающие двухальтернативные ответы («да» или «нет»);
- 2) возможным ответам на вопросы присваиваются баллы, формирующие оценку вероятности финансовой несостоятельности;
- 3) устанавливается критическая с точки зрения угрозы несостоятельности сумма баллов;

4) фактическая сумма баллов, полученная по анализируемой компании, сравнивается с критическим значением.

Примером применения метода комплексной балльной оценки выступает методика А-счета Дж. Аргенти (1976 г.)¹⁹⁶. Согласно методике А-счета, процесс, ведущий к банкротству, включает три стадии:

1) *стадия недостатков*: деятельность менеджеров потенциально несостоятельных компаний длительное время характеризуется очевидными недостатками, и если накопленная масса таких недостатков становится критической, компания рискует совершить ошибку, напрямую ведущую к банкротству;

2) *стадия ошибок*: наличие крупного проекта, недостаток оборотных средств, предельно высокая доля заемного капитала и пр. – совершение подобных управленческих просчетов означает, что компания подвергается повышенному риску, в результате которого возникают явные симптомы несостоятельности;

3) *стадия симптомов банкротства*, в том числе ухудшение финансовых показателей, непосредственно предшествует официальному признанию несостоятельности, банкротству и ликвидации предприятия.

Метод комплексной рейтинговой оценки, пожалуй, можно назвать самым субъективным. С одной стороны, во многом субъективны мнения респондентов. С другой стороны, выбор вопросов и оценка результатов исследования основа-

ны на профессиональном суждении аналитика. Следовательно, точность прогнозов напрямую зависит от того, насколько непредвзяты и профессиональны мнения участников оценки.

2.3. Диагностика финансовой несостоятельности (банкротства) российских... предприятий

Диагностика финансовой несостоятельности российских предприятий, как правило, основана на показателях финансовой отчетности¹⁹⁷. В качестве примеров можно привести работы О.П. Зайцевой (1998)¹⁹⁸, Г.В. Давыдовой и А.Ю. Беликова (1999)¹⁹⁹, В.А. Чернова (2002)²⁰⁰, А.В. Колышкина (2003)²⁰¹, Т.К. Богдановой и Ю.А. Алексеевой (2011)²⁰². Приходится в целом признать, что ведущие достижения в области диагностики финансовой несостоятельности далеко не в полном объеме представлены в отечественной литературе и ограничено применяются на практике²⁰³. Однако в последние годы ситуация в этом отношении меняется в существенно лучшую сторону. В этом отношении следует особо отметить эмпирические модели В.Ю. Жданова и О.А. Афанасьева (2011)²⁰⁴, Ю.А. Даниловой (2011)²⁰⁵, Е. Макеевой, Е. Неретиной и Н. Пирогова (2012)²⁰⁶, Е.А. Федоровой, Е.В. Гиленко и С.Е. Довженко (2013)²⁰⁷.

Общепризнанно, что эмпирические модели, формируемые по данным финансовой отчетности, обладают высоким

прогноznым потенциалом, демонстрируя хорошие результаты задолго до банкротства компании. В развитых странах подобные модели позволяют спрогнозировать возможные финансовые затруднения с приемлемой точностью, как правило, за несколько лет до банкротства и ликвидации компании. Однако финансовые показатели обладают высокой степенью чувствительности к характеру исходных данных, то есть к тому, насколько адекватно финансовая отчетность отражает фактическое состояние фирмы.

Финансовая отчетность формируется по данным прошлых периодов и публикуется с относительно большими интервалами, что снижает ее прогнозный потенциал. Кроме того, одним из базовых принципов бухгалтерского учета выступает допущение о непрерывности деятельности фирмы, которое плохо соотносится с допущением о возможном банкротстве²⁰⁸. Ориентация финансовой отчетности на исторические оценки приводит к значительным расхождениям между балансовой и рыночной стоимостью активов, что затрудняет диагностику финансовой несостоятельности.

В то же время методология бухгалтерского учета в принципе не позволяет полностью и адекватно отразить реальное положение дел предприятия²⁰⁹. Соответствующая информация на пути от бухгалтера до заинтересованного пользователя получает как минимум четыре преломления: первое возникает при отражении фактов хозяйственной жизни предприятия в системе бухгалтерского учета, второе – при фор-

мировании финансовой отчетности, третье – при ее интерпретации в целях финансового анализа, четвертое – при принятии управленческих решений на основе в результате анализа полученных выводов²¹⁰.

Многие факторы, существенно влияющие на банкротство организации, вообще не отражаются в бухгалтерском учете, а следовательно, и в финансовой отчетности. В этой связи еще раз обратим внимание на то, что признание компании банкротом – прерогатива арбитражного суда, и финансовое состояние компаний-банкротов нельзя описать однозначными финансовыми критериями.

Так, в ходе дел о банкротстве российской компании суд определяет, можно ли восстановить ее платежеспособность. Если такая возможность допускается (и соблюдены все другие необходимые требования), проводится антикризисное управление. Если возможность восстановить платежеспособность отсутствует или антикризисное управление не приносит желаемого эффекта, компания объявляется банкротом и ликвидируется. Решение о введении оздоровительных процедур принимается арбитражным судом с учетом выводов финансового анализа, который в обязательном порядке проводится арбитражным управляющим по официально утвержденной методике²¹¹.

Однако важнейшую роль в дальнейшей судьбе должника, как правило, играют кредиторы, которые обращаются с ходатайством о введении той или иной процедуры банкротства

в арбитражный суд. При этом компания признается банкротом вне зависимости от «состояния баланса». Фактическое финансовое состояние неплатежеспособного должника очень часто имеет второстепенное значение в конкурсном процессе, и смысл финансового анализа воспринимается формально.

Особенности российского конкурсного процесса (в том числе нередкие случаи преднамеренных банкротств) заставляют серьезно задуматься о целесообразности применения эмпирических моделей диагностики финансовой несостоятельности, построенных по отчетным показателям. Следует учесть и проблему креативного учета, которая отмечается не только в условиях формирующегося рынка, но и в экономически развитых странах²¹². Причем предприятия, испытывающие финансовые затруднения, наиболее подвержены собою вуалированию и фальсификации финансовой отчетности.

Отдельное внимание следует уделить особенностям применения моделей диагностики финансовой несостоятельности, основанных на статистических методах. Особый интерес в этом отношении представляют модели, разработанные для стран с формирующимися рынками²¹³. Но еще раз отметим, что разработка статистической модели требует репрезентативной выборки. Вместе с тем, учитывая, что банкротство представляет собой относительно редкое событие, определенные сложности могут возникнуть с выбором

компаний, отвечающих необходимым критериям (таким как размер, отрасль и пр.). Кроме того, страны с формирующимися рынками характеризуются относительно высоким уровнем неопределенности экономической среды. В результате приемлемая точность прогноза может быть обеспечена лишь незадолго до краха²¹⁴.

Учитывая сказанное, особый интерес представляют методы и модели, основанные на экспертных оценках. В частности, в российских условиях возможной альтернативой методу мультипликативного дискриминантного анализа выступает *метод рейтинговой оценки*.

Метод рейтинговой оценки имеет несколько разновидностей. Наиболее простая из них может быть описана следующим образом:

1. На основе статистических данных или профессионального суждения строится система показателей: выбираются финансовые коэффициенты, и каждому из них присваивается критическое значение:

$$Rcr_1; Rcr_2; \dots; Rcr_n.$$

2. Показатели ранжируются по степени значимости: чем более явно показатель отражает риск банкротства, тем больше его доля (d_i) в обобщающем показателе. Сумма долей составляет 100 %.

3. Интегральный показатель (критический рейтинг, Rcr) оценивается как средневзвешенное критическое значение анализируемых показателей:

$$Rcr = d_1 * Rcr_1 + d_2 * Rcr_2 + \dots + d_n * Rcr_n.$$

4. Фактический рейтинг (Rf) рассчитывается как средневзвешенное фактическое значение показателей (Rf1; Rf2; ...; Rfn):

$$Rf = d_1 * Rf_1 + d_2 * Rf_2 + \dots + d_n * Rf_n.$$

5. Оценка вероятности банкротства проводится путем сравнения фактического и критического рейтингов.

Примером рейтинговой модели оценки вероятности банкротства выступает модель О.П. Зайцевой (табл. 2.1)²¹⁵.

Таблица 2.1

Система показателей для прогнозирования банкротства предприятия (О.П. Зайцева, 1998 г.)

№ п/п

Формула

Критические значения

К

1

чистый убыток / собственный капитал (коэффициент убыточности)

0

К

2

кредиторская задолженность / дебиторская задолженность

1

К

3

краткосрочные обязательства / оборотные активы

7

К

4

чистый убыток / выручка (коэффициент убыточности реализации продукции)

0

К

5

заемные средства / собственный капитал

0,7

К

6

активы / выручка (коэффициент загрузки активов)

К

6

в предыдущем периоде

Вероятность банкротства оценивается по формуле:

$$K = 0,25K_1 + 0,1K_2 + 0,2K_3 + 0,25K_4 + 0,1K_5 + 0,1K_6.$$

Если фактический рейтинг превышает критический, вероятность банкротства расценивается как высокая. В обратном случае вероятность банкротства незначительна.

Другим примером применения рейтингового метода яв-

ляются модели А.В. Колышкина, выявившего наиболее часто встречающиеся в литературе критерии банкротства и обследовавшего с их помощью ряд российских предприятий различных отраслей²¹⁶.

Другая разновидность рейтинговых моделей предполагает, что в формулу рейтинговой оценки вместо фактических значений показателей подставляются их частные балльные оценки (упоминавшийся выше *скоринг*). Для этого возможные значения показателей разбиваются на несколько интервалов, и каждому интервалу приписывается определенное количество баллов. Алгоритм формирования балльной рейтинговой оценки можно представить следующим образом:

- выбираются наиболее значимые для оценки вероятности банкротства финансовые коэффициенты ($R_1; R_2; \dots; R_n$);
- возможные значения коэффициентов делятся на несколько интервалов, каждому из которых присваивается определенный балл;
- определяется критическая с точки зрения риска банкротства сумма баллов (критический рейтинг, R_{cr});
- оцениваются соответствующие коэффициенты и баллы по анализируемому предприятию, формируется фактическая сумма баллов (R_f);
- фактическая сумма баллов сопоставляется с критическим значением.

Пример скоринговой методики диагностики финансовой несостоятельности российских предприятий можно найти в

работах В.А. Чернова²¹⁷.

Говоря о преимуществах метода рейтинговой оценки, необходимо отметить возможность применять экспертные оценки, прогнозировать банкротство по общедоступным финансовым сведениям, а также простоту применения и интерпретации полученных результатов. В то же время нельзя не упомянуть об ограничениях. Безусловно, компетентное профессиональное мнение заведомо лучше любой статистической модели. Однако точность прогноза в этом случае существенно зависит от субъективных факторов. Даже если профессионализм не вызывает сомнения, аналитики склонны делать типичные ошибки, например переоценивать свои знания, воспринимать информацию, связанную с успехом, менее критично, чем связанную с провалом и пр.²¹⁸.

Комплексные методы диагностики финансовой несостоятельности, как отмечалось выше, не ограничиваются финансовыми характеристиками деятельности предприятия. Например, комплексная методика прогнозирования банкротства, разработанная В.В. Ковалевым на основе рекомендаций британского Комитета по обобщению практики аудирования, включает группу качественных и количественных экономических и неэкономических показателей, определенные значение или наличие которых указывают на высокую вероятность банкротства²¹⁹.

К *первой группе* относятся критерии и показатели, харак-

теризующие возможные в обозримом будущем значительные финансовые затруднения, в том числе и банкротство. В этой группе анализируются как финансовые, так и нефинансовые показатели.

Во *вторую группу* входят критерии и показатели, указывающие, что при определенных условиях ситуация может резко ухудшиться. В данном случае основное внимание уделяется качественным показателям менеджмента предприятия:

- потеря ключевых сотрудников аппарата управления, ключевых контрагентов;
- неэффективные долгосрочные соглашения;
- излишняя ставка на ожидаемую успешность и прибыльность нового проекта;
- недооценка технического и технологического обновления предприятия;
- недостаточная диверсификация деятельности предприятия.

Отдельно анализируется участие предприятия в судебных разбирательствах с непредсказуемым исходом, вынужденные остановки и нарушения производственно-технологического процесса, а также политический риск, связанный с предприятием в целом или его ключевыми подразделениями.

В целях диагностики «болезни» фирмы Я.В. Соколов и М.Л. Пятов рекомендовали систематически отслеживать три основных источника данных:

1) личные наблюдения;

2) неформализованные критерии, вытекающие из данных бухгалтерского учета;

3) бухгалтерские данные²²⁰.

К признакам ухудшения работы фирмы, установленным из личных наблюдений, относятся:

– текучесть кадров, падение дисциплины;

– потеря ключевых сотрудников;

– техническое и организационное отставание в работе фирмы;

– нарушение ритмичности технических и финансовых процессов;

– проблемы с платежами;

– снижение продаж, сокращение заказов;

– усиление зависимости от ключевых контрагентов;

– ужесточение условий договоров по отношению к фирме;

– появление исков, которые могут быть проиграны, и пр.

Неформализованными критериями возможных неприятностей (симптомами болезни) являются:

– рост расходов, опережающий рост доходов;

– увеличение просроченной дебиторской и кредиторской задолженности;

– привлечение краткосрочных заемных средств для финансирования долгосрочных вложений;

– систематическая нехватка оборотных средств;

– выплата слишком высоких дивидендов;

– наличие неликвидов;

– рост сальдо счета «Расходы будущих периодов» и пр.

Бухгалтерские данные, «интерпретация которых даст достаточно убедительную картину о предстоящих нежелательных событиях», должны быть проанализированы по трем основным направлениям: ликвидность, рентабельность и левверидж. При этом рекомендуется по возможности учитывать влияние методологии бухгалтерского учета на отражение реального финансового состояния фирмы, а также наличие «скрытых резервов», как отражаемых в «черной бухгалтерии», так и не отражаемых (например, в виде покровительства со стороны влиятельных лиц). Кроме того, по мнению авторов, нельзя недооценивать влияние факторов внешней среды и кадровой политики собственников.

Следует упомянуть и Методику оценки надежности российских предприятий на основании официальных данных консолидированного баланса и прочей косвенной информации, разработанную авторским коллективом под руководством С.В. Валдайцева при участии специалистов Информационно-консультационного центра Санкт-Петербургской торгово-промышленной палаты²²¹.

В целях «экспресс-оценки рейтинга эффективности, финансового здоровья и надежности *открытых компаний*, чьи акции обращаются или хотя бы котируются на фондовом рынке» были рекомендованы исключительно финансовые показатели:

– соотношение дивидендной доходности («дивидендной отдачи») акций компании и рыночной ставки банковских депозитов – для компаний с неликвидными акциями, которые можно приобрести лишь с высокими транзакционными издержками, либо сделки по которым осуществляются редко, и цены которых являются, по сути, не рыночными, а котировочными;

– соотношение общей доходности акций (с учетом как дивидендной, так и капитализированной доходности) и рыночной ставки банковских депозитов – для компаний с ликвидными акциями, которые можно приобрести с незначительными транзакционными издержками и по которым сделки осуществляются часто, и, следовательно, доход от капитализации для акционеров может оцениваться на основе изменения рыночных цен акций;

– соотношение значений коэффициентов ликвидности, рентабельности, структуры финансирования и оборачиваемости²²² анализируемой компании, со среднеотраслевыми значениями соответствующих коэффициентов – для любых открытых компаний.

Диагностику финансовой несостоятельности закрытых компаний рекомендовалось проводить комплексным методом «косвенной оценки эффективности». В частности, внимание уделялось следующим аспектам деятельности предприятий:

– участие в престижных выставках, ярмарках, конкурсах

и тендерах, а также результаты такого участия, в том числе успешность выполнения полученных заказов;

– готовность предоставлять по требованию контрагентов информацию о своем финансовом состоянии и действующие уставные документы;

– наличие у предприятия сертификатов, удостоверяющих соответствие производственных процессов и системы управления качеством в компании мировым стандартам;

– использование принятых во внешней торговле специальных приемов проверки платежеспособности и дееспособности предприятия.

Примером комплексного подхода к диагностике финансовой несостоятельности с учетом отраслевой специфики является методика О.П. Зайцевой и А.И. Савиной, разработанная для предприятий авиатранспорта²²³. В частности, логика «экспертной оценки несостоятельности» предполагает оценку влияния внешних факторов на деятельность компании с учетом уровня инфляции, индекса авиационной безопасности и доли рынка²²⁴.

Какие методы диагностики финансовой несостоятельности наиболее востребованы в российской практике?

Как известно, любые просчеты управления в конечном счете отражаются на динамике финансовых показателей. Поэтому применение финансовых методов вполне оправдано в целях предварительной оценки. При выборе конкретного финансового метода следует руководствоваться следующими

ми соображениями. В экономически развитых странах статистические методы, как правило, обеспечивают достаточно высокую точность. Однако применение таких методов требует построения новой модели при каждом существенном изменении условий (регион, отрасль, временной период, стадия экономического цикла и т. д.). В то же время формирование соответствующей выборки может быть сопряжено с существенными сложностями, а приемлемая точность прогноза нередко обеспечивается лишь незадолго до фактической несостоятельности. Особый интерес, таким образом, представляют финансовые методы, позволяющие применять экспертные оценки.

Следует учитывать, что финансовые показатели в целом обладают высокой степенью чувствительности к характеру исходных данных, в частности к тому, насколько адекватно финансовая отчетность отражает реальное состояние фирмы. Поэтому желательно, чтобы диагностика финансовой несостоятельности носила *комплексный характер*. Однако, как отмечалось ранее, комплексные системы показателей диагностики банкротства зачастую неудобны в применении, поскольку полученные результаты сложно однозначно интерпретировать. В этой связи хотелось бы обратить особое внимание на *метод комплексной балльной оценки вероятности банкротства* (таким методом построена популярная модель А-счета Дж. Аргенти).

Пример комплексной балльной модели в сокращенной

форме, адаптированной к российским условиям хозяйственной практики, приводится в табл. 2.2.

Таблица 2.2

Модель комплексной балльной оценки вероятности банкротства российских предприятий (Дешко А.Э., 2007 г.)

Показатель

Оценка в баллах

Планирование заказов – фактор времени

Информационное обеспечение

Техническое обеспечение

Кадры

Владение капиталом

Состояние основных средств

Продукция / услуги

Маркетинг

Инновационный менеджмент

Экономическая цикличность

Экспертная поддержка

ОПФ предприятия, соответствие формы условиям регио-

на

Производственная цепь

Внешнеэкономический фактор

Внешнеполитический фактор

Дипломатический фактор

Экология

Репутация

Инвестиции

Финансовый мониторинг

Сост. по: *Дешко А.Э.* К проблеме предупреждения неплатежеспособности: таблица для регулярного мониторинга деятельности предприятий // Аудит и финансовый анализ. 2007. № 3. С. 6.

Обоснование и дальнейшее совершенствование соответствующих моделей комплексной балльной оценки с учетом особенностей деятельности и наиболее значимых факторов финансовой устойчивости российских предприятий представляются, с нашей точки зрения, одними из наиболее перспективных направлений развития диагностики финансовой несостоятельности.

Глава 3

Финансовая диагностика неплатежеспособного предприятия

3.1. Эволюция представлений о несостоятельности предприятия

Институт банкротства структурирует отношения, возникающие в связи с несостоятельностью должника и дальнейшим урегулированием задолженности. В разные исторические периоды смысл этого института воспринимался по-разному. Особенно явно это прослеживается в эволюции отношения к несостоятельным должникам.

Регламентацию отношений, связанных с невозвратом долгов, можно обнаружить в наиболее ранних законах. Изначально ответственность должника предусматривалась вне зависимости от его вины. Вина предполагалась по умолчанию. Целью конкурса являлось не равномерное распределение имущества должника между кредиторами, а «удовлетворение чувства мести, которое питал неразвитой человек к неисправному должнику»²²⁵. Обеспечением долга при этом служило не имущество, а сам должник. Как отмечал россий-

ский правовед К.И. Малышев, «чтобы добыть кредит, плебею оставалось только заложить себя и детей в кабалу кредиторов»²²⁶.

Постепенно виновная несостоятельность стала отделяться от «несчастной». В 326 г. в Риме был издан закон, запрещающий налагать личные взыскания в случае, когда должник давал клятву, что он ничего не скрывает и все имущество передает кредитору²²⁷. Имущественная ответственность должника стала по значимости вытеснять личную. Отношения по поводу несостоятельности преимущественно осуществлялись в плоскости «должник – кредиторы» (так называемое частное самоуправление кредиторов).

В Средние века кредиторское управление сохранилось в Италии и Франции. Кредиторы управляли имуществом должника и организовывали возврат долгов. В Италии появились первые мировые сделки: несостоятельный должник не объявлялся банкротом в случае, если большинство кредиторов договаривались об условиях погашения долга. Эти условия утверждались судом и были принудительны для должника.

В то же время в некоторых европейских странах банкротство стало рассматриваться как противообщественное преступление. Неисправный должник воспринимался как ослушник государственной власти, а цель конкурсного процесса состояла в наказании гражданина. Приоритетным направлением в отношениях несостоятельности являлись от-

ношения «должник – государство». Производство открывалось по полной инициативе суда, который распоряжался имуществом должника, распродал его и распределял полученные средства между кредиторами. Такой порядок действовал в Испании, откуда в XVII в. распространился в Германию²²⁸.

С развитием капиталистических отношений и идей политической экономии государство все более уступало свои позиции рынку, довольствуясь ролью ночного сторожа. По мере подобных изменений «центр тяжести» в реализации конкурсного производства перемещался в сторону отношений «должник – кредиторы». В XIX в. в наиболее развитых системах несостоятельности предусматривалось, что имущество оставалось в собственности должника, но право распоряжения им переходило к кредиторам и заканчивалось только после погашения долгов. При этом соблюдалось два условия: имущественная ответственность должника и судебный надзор²²⁹.

Изменилась и основная цель конкурса. Теперь она состояла в «равномерности распределения ценности», то есть справедливом распределении имущества должника между всеми кредиторами. Изменение цели конкурсного производства неизбежно вело к тому, что предполагаемая вина должника уходила на «второй» план, а интерес к личности банкрота сменялся интересом к его имуществу²³⁰.

Примечательно, что принцип самодеятельности кредиторов лежал и в основе римского конкурсного права. Однако достижение основной цели конкурса стало возможно только на таком уровне развития общественных отношений, «когда исполнение (конкурс. – Прим. авт.) направляется на имущество, а не на лицо, и притом когда процесс исполнения выходит из области частного самоуправления и становится под надзор правительственных органов»²³¹.

Постепенно особое значение приобрели способы, направленные на защиту прав и интересов должника, восстановление платежеспособности которого признается одной из приоритетных целей современного конкурсного процесса²³². Развитие реабилитационных процедур было взаимосвязано со становлением института арбитражного управления, и в XX в. отношения «должник – арбитражный управляющий» заняли центральное место при реализации судебных процедур банкротства предприятий.

Итак, институт несостоятельности прошел продолжительный путь развития: менялось отношение к несостоятельным должникам, роль банкротства в социально-экономической системе, определяющие его признаки. Отдельного внимания в этой связи требует вопрос о *принципах современных отношений в сфере несостоятельности*.

Как было отмечено выше, изначально банкротство считалось преступлением вне зависимости от вины должника. Должник был обязан обеспечить долг не только своим иму-

ществом, но и своей личностью²³³. Основная проблема заключалась в том, что у должника могло быть несколько кредиторов. Получалось, что интересы кредиторов вступали в противоречие.

Для преодоления этих противоречий стал применяться *конкурс* – особый порядок погашения долговых обязательств²³⁴. Особенность заключалась в том, что обязательства погашались одновременно и в определенном порядке. Считается, что классические основы конкурсного процесса были сформированы в Древнем Риме (Римской республике) в 5 в. до н. э. С тех пор задачи и порядок конкурсного процесса претерпели существенные изменения. Однако смысл принципа конкуренции прав кредиторов во многом сохранился и является определяющим для понимания сути конкурсного процесса.

Принцип конкуренции прав кредиторов предполагает очередность, соразмерность и пропорциональность в погашении долговых обязательств:

- *очередность* означает, что требования кредиторов несостоятельного должника удовлетворяются не в календарном порядке (по срокам исполнения обязательств), а в определенной очередности;
- согласно принципу *соразмерности* требования каждой очереди кредиторов удовлетворяются после полного удовлетворения требований предыдущей;
- в соответствии с принципом *пропорциональности*, ес-

ли имущества несостоятельного должника недостаточно для погашения всех долговых обязательств, оно распределяется между кредиторами соответствующей очереди пропорционально суммам их требований.

Очередность, соразмерность и пропорциональность удовлетворения требований предусмотрены, в частности, в российском Законе о банкротстве. Согласно ст. 134 действующего Закона о банкротстве, расчеты по требованиям к несостоятельным организациям осуществляются в следующем порядке:

1) расчеты по требованиям граждан, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью; компенсации морального вреда;

2) расчеты по выплате выходных пособий и оплате труда лиц, работающих или работавших по трудовому договору, и по выплате вознаграждений авторам результатов интеллектуальной деятельности;

3) расчеты с другими кредиторами (включают и расчеты по обязательным платежам, то есть по налогам и сборам).

Вне очереди погашаются:

а) текущие платежи (денежные обязательства и обязательные платежи, возникшие после даты принятия заявления о признании должника банкротом). При погашении текущих платежей, в свою очередь, соблюдается следующая очередность: судебные расходы, вознаграждение арбитражному управляющему и др.; требования об оплате труда лиц, рабо-

тающих по трудовым договорам; требования по коммунальным платежам, эксплуатационным платежам, необходимым для осуществления деятельности должника; требования по иным текущим платежам. Требования кредиторов по текущим платежам, относящиеся к одной очереди, удовлетворяются в порядке календарной очередности;

б) расходы на проведение мероприятий по недопущению техногенных и (или) экологических катастроф либо гибели людей, которые могут быть вызваны прекращением деятельности организации должника или ее структурных подразделений.

Начиная с 2009 г., требования кредиторов несостоятельных организаций по долговым обязательствам, обеспеченным залогом имущества, удовлетворяются за счет стоимости предмета залога²³⁵.

Принцип конкуренции прав кредиторов является необходимым, но недостаточным для понимания особенностей современного конкурсного процесса. Так, отношения в сфере несостоятельности предприятий характеризуются такими важными дополнительными принципами, как принцип реабилитации бизнеса и принцип арбитражного управления.

Повышение роли предприятий в экономике закономерно отразилось на особенностях института несостоятельности, что прежде всего проявилось в формировании *принципа реабилитации бизнеса*.

Изначально конкурсный процесс имел исключительно

«ликвидационную» направленность: имущество должника распродавалось с целью погашения долговых обязательств. Недостатки такого подхода стали особенно явно осознаваться в XIX в., и в законодательствах развитых стран появились нормы, предотвращающие открытие конкурса²³⁶. В Голландии, Бельгии, Италии предусматривалась рассрочка платежей. Часто при рассрочке кредиторы призывались к участию в делах должника. В Англии существовало предшествующее соглашение о скидке, по которому специально назначенное судом лицо собирало сведения о личности и имуществе должника, созывало кредиторов, и только при отказе от предложенной мировой сделки должник объявлялся несостоятельным.

В Российской империи институтом, предотвращающим конкурс, была администрация. Администрация учреждалась по добровольному соглашению должника с кредиторами. Целью администрации было восстановление бизнеса и предоставление возможности удовлетворить требования кредиторов в полном объеме. Такой порядок, однако, допускался только для крупных торговых предприятий в городах, где была биржа, и при условии, что дефицит баланса (недостаточность имущества) не превышал 50 %.

Дальнейшее усиление реабилитационной направленности института несостоятельности связывают с процессами концентрации капитала и создания крупных корпораций (середина XX в.). Банкротство таких компаний, очевидно, мо-

жет иметь существенные негативные последствия в масштабах отрасли, региона, национальной экономики. Поэтому институт несостоятельности должен предусматривать специальные механизмы, позволяющие избегать массовых банкротств.

В настоящее время личная ответственность несостоятельных должников, как правило, исключена²³⁷, а имущественная – ограничена. В этой связи необходимо обратить внимание на юридическую самостоятельность предприятий, которая связана с *принципом имущественной обособленности*. Согласно данному принципу имущество и обязательства предприятия существуют обособленно от имущества и обязательств собственников. Это означает, что собственники, во-первых, не несут ответственности по обязательствам предприятия, а во-вторых, не могут распоряжаться имуществом предприятия, например изъять его по своему усмотрению²³⁸.

В правиле есть исключения, которые в России касаются таких организационно-правовых форм, как хозяйственные товарищества, общества с дополнительной ответственностью, производственные кооперативы, казенные предприятия.

– Участники *полного товарищества* солидарно несут субсидиарную ответственность своим имуществом по обязательствам товарищества (п. 1 ст. 75 ГК РФ). В *товариществах на вере* часть участников (полные товарищи) отвеча-

ют по обязательствам товарищества своим имуществом (п. 1 ст. 82 ГК РФ).

– Участники *общества с дополнительной ответственностью* солидарно несут субсидиарную ответственность по его обязательствам своим имуществом в одинаковом для всех кратном размере к стоимости их долей, определенном уставом общества (п. 1 ст. 95 ГК РФ).

– Члены *производственного кооператива* несут по обязательствам кооператива субсидиарную ответственность в размерах и в порядке, предусмотренных законом о производственных кооперативах и уставом кооператива (п. 2 ст. 107 ГК РФ).

– *Казенное предприятие* вправе отчуждать или иным способом распоряжаться закрепленным за ним имуществом лишь с согласия собственника этого имущества (п. 1 ст. 297 ГК РФ).

Отметим, впрочем, что доля таких субъектов хозяйствования в общем количестве российских предприятий крайне незначительна. По данным Росстата, в 2012 г. в России действовало 22 товарищества на вере (полные товарищества отсутствовали), 2 общества с дополнительной ответственностью, 1200 производственных кооператива, 556 унитарных предприятий, основанных на праве оперативного управления, что в совокупности составляло 2,25 % коммерческих организаций²³⁹.

Таким образом, принцип имущественной обособленно-

сти предприятий является преобладающим. При этом требования кредиторов, не удовлетворенные из-за недостаточности имущества ликвидируемого юридического лица, считаются погашенными (п. 6 ст. 64 ГК РФ). В результате доля непогашенных требований несостоятельных предприятий, как правило, существенна. По некоторым оценкам, кредиторы ликвидируемых предприятий получают в среднем лишь около 50 % причитающихся им средств. В России этот показатель составляет не более 10 %²⁴⁰. Таким образом, вполне закономерным становится вопрос о возможности реабилитации бизнеса и погашении долгов в установленном порядке.

Тенденция усиления реабилитационной направленности института банкротства считается общемировой²⁴¹. Однако в национальных законодательствах в этом отношении наблюдаются существенные различия (табл. 3.1).

В каких случаях неплатежеспособного должника нужно банкротить, а в каких должны применяться восстановительные механизмы? Проблема соотношения реабилитационных и ликвидационных механизмов конкурсного процесса не получила однозначного решения ни с научной, ни с практической точек зрения.

Таблица 3.1

Типы национальных систем несостоятельности

Тип системы несостоятельности

Главная цель конкурсного процесса

Страны

Радикально прокредиторская

Удовлетворение требований кредиторов (интересы остальных участников процесса внутри данной системы практически игнорируются)

Великобритания, Ирландия, Израиль, Индия, Пакистан, Бангладеш, Сингапур, Гонконг, Австралия, Новая Зеландия

Умеренно прокредиторская

Преимущественно удовлетворение требований кредиторов, но законодательство о банкротстве учитывает интересы и других участников процесса

Германия, Финляндия, Норвегия, Швеция, Голландия, Польша, Япония, Южная Корея, Тайвань, Индонезия, Канада, ЮАР

Нейтральная

Система «золотой середины»: законодатель стремится обеспечить компромисс интересов и должника, и кредиторов

Дания, Италия, Чехия, Словакия, США, Россия

Умеренно продолжниковская

Преимущественно защита интересов должника: законодательство преимущественно защищает интересы должника (законодатель стремится создать для него все необходимые условия по выходу из кризиса)

Греция, Испания, Португалия, Бельгия, государства Северо-Западной Африки, Южной и Центральной Америки

Радикально продолжниковская

«Агрессивная» защита должника

Франция

Сост. по: *Карелина С.А.* Механизм правового регулирования отношений несостоятельности. М.: Волтерс Клувер, 2008. С. 21–22.

С одной стороны, ликвидацию банкротов можно расценить положительно. Так, представители либеральных научных направлений считают, что применение восстановительных механизмов зачастую экономически неоправданно, поскольку банкротство выводит неэффективные предприятия из числа действующих, тогда как поддержка неплатежеспособных должников ухудшает финансовое состояние кредиторов, что в результате может дестабилизировать экономическую систему в целом. Монетаристы в этом отношении особенно категоричны, утверждая, что применение восстановительных механизмов не позволяет банкротству выполнять свою главную функцию – «очищать» экономическую систему от неэффективных предприятий²⁴².

С другой стороны, ликвидация бизнеса, как правило, неэффективна, поскольку стоимость действующего предприятия в большинстве случаев выше его ликвидационной стоимости. Кроме того, при ликвидации предприятия требования кредиторов заведомо хуже обеспечены, чем в результате успешных реабилитационных процедур²⁴³. В то же время банкротство хозяйствующего субъекта затрагивает интересы большого круга лиц и, как правило, связано со значи-

тельными социальными издержками. Учитывая сказанное, сторонники активного вмешательства государства в экономику придают высокое значение реабилитационным механизмам конкурсного процесса, полагая, что для предотвращения экономических кризисов необходимо эффективное государственное антикризисное регулирование.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.