

Владимир Волнин

Аналитическая фабрика

Как настроить
финансовую
аналитику
под задачи
бизнеса

 альпина
ПАБЛИШЕР

бизнес

Владимир Волнин

**Аналитическая фабрика.
Как настроить финансовую
аналитику под задачи бизнеса**

«Альпина Диджитал»

2021

УДК 336.64
ББК 65.261

Волнин В.

Аналитическая фабрика. Как настроить финансовую аналитику под задачи бизнеса / В. Волнин — «Альпина Диджитал», 2021

ISBN 978-5-96-146567-9

Финансовый анализ – одна из важнейших составляющих в работе финансовой службы любой компании. От того, насколько прозрачным будет бизнес, насколько визуализирована его специфика в управленческой отчетности, зависят реальный успех и достижение целевых показателей компании.

Владимир Волнин, финансовый директор с огромным опытом работы в разных отраслях, считает, что в будущем финансовые службы любой компании должны трансформироваться в «аналитические фабрики», которые будут обеспечивать потребности всех подразделений. Таким образом можно будет настроить финансовую аналитику под задачи бизнеса. В этом издании он подробно разбирает бухгалтерскую и стоимостную модели анализа эффективности компании, описывает логику комплексной оценки ликвидности и финансовой устойчивости бизнеса, а также знакомит читателя с новейшими подходами к финансовому анализу в России и за рубежом.

Книга содержит большое количество практических примеров, снабжена иллюстрациями и прикладным аналитическим материалом.

УДК 336.64

ББК 65.261

ISBN 978-5-96-146567-9

© Волнин В., 2021

© Альпина Диджитал, 2021

Содержание

Введение	8
Глава 1	10
1.1. Роль финансовой аналитики в контексте задач финансовой службы: необходимость трансформации процессов	10
1.2. Бухгалтерская и стоимостная модели финансового анализа. Модель на основе ожиданий – перспектива финансовой аналитики	19
Глава 2	35
2.1. Исследуем корректность структуры баланса: от анализа статей до построения матрицы фондирования и проведения GAP-анализа. Практика использования матрицы фондирования для контроля средств овердрафта	35
Конец ознакомительного фрагмента.	40

Владимир Волнин

Аналитическая фабрика. Как настроить финансовую аналитику под задачи бизнеса

Редактор *Михаил Белоголовский*

Главный редактор *С. Турко*

Руководитель проекта *А. Деркач*

Арт-директор *Ю. Буга*

Корректоры *Е. Аксёнова, О. Улантимова*

Компьютерная верстка *М. Поташкин*

© Владимир Волнин, 2021

© ООО «Альпина Паблицер», 2021

Все права защищены. Данная электронная книга предназначена исключительно для частного использования в личных (некоммерческих) целях. Электронная книга, ее части, фрагменты и элементы, включая текст, изображения и иное, не подлежат копированию и любому другому использованию без разрешения правообладателя. В частности, запрещено такое использование, в результате которого электронная книга, ее часть, фрагмент или элемент станут доступными ограниченному или неопределенному кругу лиц, в том числе посредством сети интернет, независимо от того, будет предоставляться доступ за плату или безвозмездно.

Копирование, воспроизведение и иное использование электронной книги, ее частей, фрагментов и элементов, выходящее за пределы частного использования в личных (некоммерческих) целях, без согласия правообладателя является незаконным и влечет уголовную, административную и гражданскую ответственность.



Владимир Волнин

Аналитическая фабрика

Как настроить
финансовую аналитику
под задачи бизнеса



альпина
ПАБЛИШЕР

Москва
2021

Введение

Финансовый анализ – одна из важнейших составляющих в работе финансовой службы любой компании. От профессионализма и компетентности финансового аналитика напрямую зависят действия финансового директора по повышению эффективности бизнеса, обеспечению его устойчивости, реагированию на выявленные в процессе анализа факторы риска. Финансовый анализ необходим на каждой стадии жизненного цикла компании, а ее переход на новую стадию означает смещение акцентов финансовой аналитики, расширение направлений анализа и используемого инструментария.

Особо стоит отметить роль финансовой аналитики в банковской сфере при оценке кредитоспособности заемщиков, залогового обеспечения, профильных и непрофильных активов; для финансовых и инвестиционных компаний, осуществляющих портфельные инвестиции на фондовом рынке и проводящих сделки слияний и поглощений, для фондов прямых и венчурных инвестиций, при оценке потенциала и рисков компаний реального сектора и их ценных бумаг. Возможности современной финансовой аналитики обширны, применяемый инструментарий постоянно развивается, и крайне важно уметь грамотно его использовать.

Многие специалисты воспринимают финансовый анализ как нечто стандартизированное, шаблонное, где после «А» неизменно следует «Б». Однако в действительности так обстоит далеко не всегда. Аналитика – это еще и искусство, а аналитик – в некотором роде художник. Здесь также важны основа, оттенки, полутона. Ведь часто, визуализируя результаты, комментируя те или иные полученные значения, мы не можем дать им однозначную оценку. При этом если мы понимаем, что выявленный результат скорее негативен для компании, то должны объяснить, почему именно, раскрывая проблему с разных сторон, добиваясь ее системного представления.

Очевидно, что каждая компания уникальна и то, что было разработано для одной, не подходит для другой. Аналитик должен уметь мыслить нестандартно, выходить за рамки уже устоявшихся шаблонов, креативить и изобретать, предлагать руководству новый взгляд на старые показатели, видеть взаимосвязи и уметь их отображать, подходить к изучаемым процессам с разных сторон.

Руководя финансовыми службами компаний абсолютно разной отраслевой специфики, выстраивая бизнес-процессы с нуля, я много раз убеждался в одном: финансовый анализ всегда стоит во главе угла. От того, насколько прозрачным будет для тебя бизнес, насколько ты сумел визуализировать его специфику в управленческой отчетности, зависят реальный успех и достижение целевых показателей, поскольку ключевые проблемные точки окажутся на поверхности. Именно поэтому будущее за трансформацией финансовой службы любой компании в «аналитическую фабрику», обеспечивающую потребности всех подразделений, и это будущее может наступить в сфере корпоративного менеджмента и культуры уже довольно скоро. При этом крайне важно, чтобы все участники бизнес-процессов говорили на одном финансовом языке, одинаково понимали термины и показатели. В расчетах существует множество особенностей, и это должно учитываться и приниматься всеми: и персоналом, и руководством, и акционерами. Особенно когда речь заходит о построении системы мотивации, соавторами которой выступают финансовый директор и аналитик.

Подготавливая данные, можно по-разному составить аналитическую записку, например так, чтобы сразу выделить проблемы и достижения, охарактеризовать динамику развития. Тогда совещания вместо вымученных докладов обо всем и ни о чем превращаются в продуктивные встречи рабочих групп специалистов и топ-менеджмента, где принимаются реальные решения, и результат этих решений в скором времени получает отражение в финансовой и управленческой отчетности. Да, возможно, не будет единства мнений относительно выхода из

той или иной ситуации, однако куда важнее понимание того, что представленная информация – это достоверная картина, в ней ничего не приукрашено, только цифры и «ничего личного». Ведь задача аналитика – быть предельно объективным и не упускать из виду даже незначительные аспекты в работе компании.

В рамках этой книги я поставил перед собой цель дать системное представление о современной финансовой аналитике, охарактеризовать особенности практических методов финансового анализа, показать четкую логику действий при проведении комплексной оценки финансовой устойчивости и эффективности бизнеса – всего того, с чем ежедневно приходится сталкиваться сегодня финансовому аналитику, а также обратить внимание специалистов на тонкости расчетов, которые редко затрагиваются в обсуждениях, познакомить читателя с интересными работами российских и зарубежных авторов, описать применяемые на практике технологии.

Материал, который вы здесь найдете, я собирал в течение многих лет. Мне хотелось сделать его изложение максимально ориентированным на практическое использование, поэтому вы найдете здесь и мнения экспертов, и результаты прикладных аналитических исследований, в том числе моих собственных разработок и методик. Я попытался не просто обобщить накопленный опыт, но и подать его в интересной и доступной форме, насытив книгу различного рода «изюминками» и в то же время не перегружая ее информацией, не имеющей прямого отношения к основной теме.

Я сделал все, чтобы книга оказалась профессионально полезной и интересной, могла расширить практические знания и компетенции. Удалось это или нет – судить вам, уважаемые читатели! Буду признателен за ваши отзывы и пожелания, прислать которые можно на электронный адрес: vvolnin@gmail.com.

Глава 1

«Аналитическая фабрика» – будущее современной финансовой службы

1.1. Роль финансовой аналитики в контексте задач финансовой службы: необходимость трансформации процессов

Результатом комплексной финансовой аналитики должна быть оценка устойчивости финансового состояния и эффективности работы компании. Однако за этим скрывается широкий спектр задач и профессиональных компетенций, которыми должен обладать современный финансовый аналитик. Их реализации часто мешают серьезные препятствия, связанные преимущественно с организационной составляющей – перегруженностью специалистов и неправильным распределением работ. Изменение отношения к финансовой службе, ее миссии в компании, перестройка бизнес-процессов, построение полноценной аналитической функции и рост операционной эффективности – вот ключевые аспекты, которые требуют трансформации в работе финансовых служб.

Залог повышения эффективности работы специалистов финансовой службы – это прежде всего автоматизация процессов, внедрение ERP-систем, систем электронного документооборота, объединяющих на единой платформе работу всех структурных подразделений компании. Все это существенно повышает оперативность процессов, снижает временные затраты, связанные с вводом информации, ее сверкой, проверкой достоверности, акцептованием, консолидацией и последующей обработкой. Многие отчетные формы могут быть также автоматизированы; организовав доступ к ним нужной категории сотрудников, специалисты финансовой службы сокращают свое время на рассылку и презентацию отчетов.

Высвободившееся время имеет смысл занять анализом данных, подготовкой заключений, экономической экспертизой, взаимодействием с подразделениями для повышения точности и объективности прогнозов, а также достижимости плановых показателей. Об этом нам красноречиво говорит статистика, отражающая передовые стандарты и опыт работы финансовых служб ведущих компаний. В соответствии с ней финансовые службы за счет автоматизации процессов и устранения рутинных участков работы на 20 % больше времени тратят на проведение анализа, быстрее справляясь со сбором и подготовкой данных, что напрямую сказывается на качестве выводов и реализуемых решений (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Эффективность финансовой службы: что отличает ведущие компании*

* Активизация усилий: трансформация финансовой функции для повышения эффективности бизнеса. Отчет PWC о результатах сравнительного анализа финансовой функции за 2017 г. С. 3, <https://www.pwc.ru/ru/publications/finance-effectiveness-benchmark-report.html>.

Существует и более детальное распределение временных затрат специалистов финансовой службы. В отчете PWC отмечается, что даже в ведущих компаниях сотрудники финансовой службы посвящают только 60 % рабочего времени анализу данных, а оставшееся время уделяют процедурам сбора, проверки и подготовки информации. В среднестатистической финансовой службе (если ориентироваться на данные медианных значений) распределение трудозатрат выглядит еще менее продуктивным: 50 % времени тратится на анализ данных, 50 % – на подготовительные процедуры¹.

Очевидно, что перед нами серьезный парадокс. С одной стороны, финансовая служба, пожалуй, важнейшее подразделение, способное влиять на стоимость компании и формально отвечающее за этот показатель, а с другой – ее специалисты вязнут в операционной работе, тратя на нее большую часть времени, при этом на аналитические выкладки и обоснования его практически не остается.

В результате качество прогнозов, планов, рекомендаций часто оказывается невысоким, а принимаемые решения – недостаточно обоснованными. Более того, несмотря на всю значимость работы финансовой службы, вопросы ее автоматизации часто отодвигаются на второй план и решаются по остаточному принципу. Финансовая служба воспринимается как

¹ Активизация усилий: трансформация финансовой функции для повышения эффективности бизнеса. Отчет PWC о результатах сравнительного анализа финансовой функции за 2017 г. С. 23, <https://www.pwc.ru/ru/publications/finance-effectiveness-benchmark-report.html>.

бэк-офис, для автоматизации которого достаточно покупки бухгалтерской программы (например, «1С: Бухгалтерия»), а прочие аналитические действия можно производить и в MS Excel. Напротив, приоритетными для автоматизации являются подразделения, составляющие фронт-офис компании и занимающиеся продажами, – на обеспечение их бесперебойной работы тратятся немалые средства. В результате такого организационного дисбаланса говорить об обеспечении компании качественной аналитикой не приходится. Более того, в подобных условиях эффективность работы финансовой службы снижается ввиду того, что для решения нарастающего объема задач и обработки увеличивающегося числа транзакций она вынуждена расширяться, часто за счет не самого квалифицированного персонала. Как результат рост финансовых затрат, высокие транзакционные издержки, связанные с обработкой информации (данные не консолидированы, обновляются несвоевременно, часто дублируются и неточны), низкая оперативность в предоставлении аналитической информации, серьезные разрывы между фактической информацией и данными, отраженными в аналитических отчетах, невозможность представления и аналитической обработки данных в режиме онлайн.

Лишь 24 % своего времени специалисты финансовых служб уделяют подготовке информации и отчетов, содержащих рекомендации для компании по созданию дополнительной стоимости². Невовлеченность финансовой службы в ключевые процессы, проведение анализа без глубокого понимания особенностей бизнеса, концентрация исключительно на вопросах оптимизации затрат, нежелание собственников инвестировать в автоматизацию работы финансовой службы, ее восприятие ими как затратного подразделения, «съедающего» деньги, и в силу этого постоянные попытки повысить эффективность работы службы за счет дополнительной загрузки действующего персонала лишь наращивают проблемы. Понимание того, как принимаемые решения отразятся на стоимости компании, зачастую отсутствует. Из-за того, что усилия финансовых специалистов не удается сконцентрировать на главном – подготовке правильных аналитических обоснований, большинство операционных решений принимается по принципу «давайте попробуем, а вдруг получится». Итог, как правило, одинаков – «проедание» выделенного бюджета без каких-либо положительных результатов.

Необходима трансформация взглядов на работу финансовой службы, и прежде всего это относится к собственникам бизнеса. Как известно, тот, кто не хочет кормить свою армию, будет кормить чужую, а это всегда обходится дороже. Необходимо избавляться от модели постоянного ручного управления и наращивать аналитический потенциал. Понимание ситуации в целом за счет аккумулирования всей финансовой и операционной информации, формирование развернутой аналитики, непосредственная ответственность за прогнозы и планы, а значит, и будущее компании требуют реорганизации бизнес-процессов. При этом инициатором изменений в работе компании должна становиться финансовая служба.

Пабло Сконфьянца, *руководитель финансовой службы маркетинга British American Tobacco:*

«Новые инструменты создают для бизнеса больше возможностей для проведения собственного анализа, и тем не менее финансовой функции принадлежит очень важная роль с точки зрения умения видеть более широкую картину и создания акционерной стоимости»³.

По сути, финансовая служба должна трансформироваться в проектный офис, задача которого – отражение достоверной картины положения дел в компании, постоянное решение вопросов, связанных с повышением эффективности бизнеса, и формирование сценариев его

² Активизация усилий: трансформация финансовой функции для повышения эффективности бизнеса. Отчет PWC о результатах сравнительного анализа финансовой функции за 2017 г. С. 12.

³ Активизация усилий: трансформация финансовой функции для повышения эффективности бизнеса. Отчет PWC о результатах сравнительного анализа финансовой функции за 2017 г. С. 22.

развития. С одной стороны, такая финансовая служба работает на интересы структурных подразделений, например, активно взаимодействуя с коммерческой службой при выборе направлений продаж (консультируя по вопросам налогообложения, таможенных пошлин и др.), давая ей рекомендации по изменению ассортимента, или с технической службой, оценивая целесообразность закупки того или иного оборудования, сроки его окупаемости, влияние на стоимость бизнеса, а также при выборе приоритетных способов финансирования закупки. С другой стороны, каждое из подразделений компании является подотчетным финансовой службе, осуществляя свою деятельность в пределах установленных лимитов, сроков и KPI.

В этом плане современный финансовый директор – специалист, глубоко понимающий бизнес, драйверы его роста, потребности клиентов, предлагаемые продукты и каналы сбыта. В своем функционале он часто совмещает задачи финансового и операционного директора, становится инициатором изменений и новаций, постоянного повышения эффективности, устранения избыточных бизнес-процессов, их стандартизации и автоматизации. Для этого он должен активно взаимодействовать с подразделениями, учитывать их пожелания, доводить до них собственное понимание проблемных зон, закладывать принципы бережливости (определяя нормы расхода материалов и принимая активное участие в проработках), отрисовывать бизнес-процессы по принципу «как должно быть», обозначая места контроля и ответственных лиц, выстраивать мотивацию не с позиции достижения определенных KPI, а с точки зрения всего бизнес-процесса.

Будучи эффективным руководителем, финансовый директор формирует профессиональную команду, четко распределяет ответственность между специалистами, стандартизирует работу, вводит для каждого специалиста систему мотивации и чек-листы, позволяющие объективно контролировать его эффективность, активно развивает аналитическую функцию, создает своего рода «аналитическую фабрику», принимающую «заказы» на аналитическое сопровождение от различных подразделений и заинтересованных сторон. Привычная миссия финансовой службы, состоящая в проведении платежей и привлечении финансирования, смещается к задачам аналитического обеспечения и сопровождения бизнеса. Строить, не понимая того, что строишь, – это путь в никуда. Поэтому именно финансовый директор должен стать инициатором программы автоматизации, главная цель которой – объединение всей информации в едином контуре, что позволит обеспечить ее постоянную актуальность, создать необходимый для аналитики массив данных, добиться представления необходимой информации в удобном аналитическом виде и в результате повысить операционную эффективность подразделения.

Последовательная автоматизация трудоемких и рутинных процессов, введение в учетные системы (ERP) норм расхода и лимитов по статьям движения денежных средств высвобождают время для решения задач, направленных на повышение эффективности компании в целом. В частности, фокус внимания должен смещаться в сторону вопросов контроля и корректности протекания бизнес-процессов (задачи внутреннего контроля и управления рисками). При этом необходимо понимать, что возможности автоматизации все же ограничены. В качестве ориентира может выступать такая финансовая служба, сотрудники которой будут хотя бы 35 % рабочего времени тратить на подготовку выверенных аналитических заключений и эффективное взаимодействие с другими подразделениями, повышать обоснованность и достижимость планов, улучшать качество прогнозов. Это значение позволит добиться наиболее интенсивного роста стоимости и с меньшими потерями проходить периоды кризиса (рис. 1.2, вариант 3).



Рис. 1.2. Распределение объема трудозатрат финансовой службы: переход к стандартам лучшей практики

Мы видим, что аналитическая функция востребована на всех направлениях работы финансовой службы и не сводится к проведению комплексного финансового анализа. Развитая аналитическая функция, как непрерывно работающая «аналитическая фабрика», позволит руководству компании всегда получать главное – понимание реальной ситуации. Именно это является залогом успешных решений и долгосрочного роста. Неслучайно среди трех направлений, которые специалисты PWC выделяют как основные для повышения эффективности финансовой службы, присутствует группа процессов под общим названием «Понимание бизнеса» (рис. 1.3).

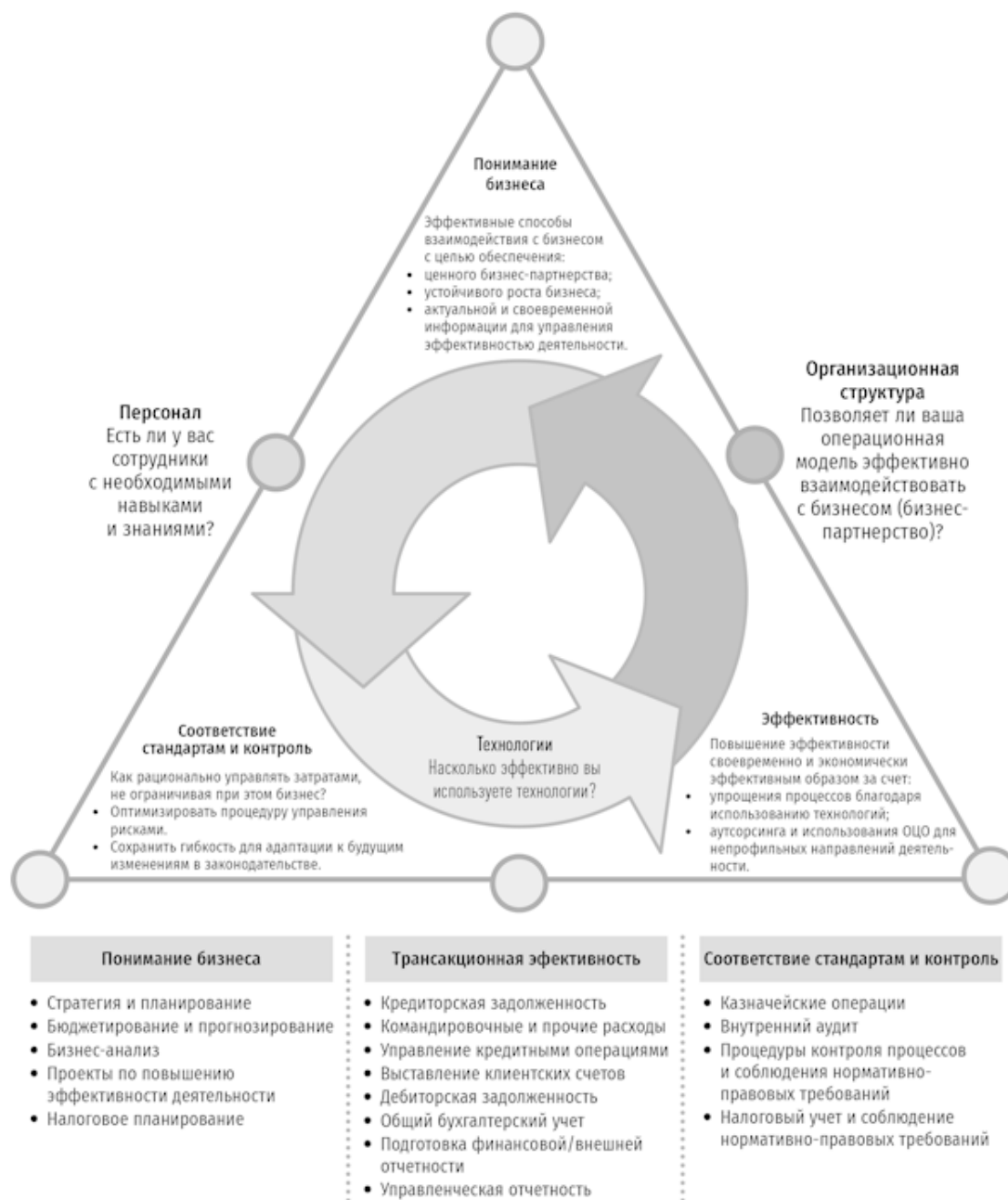


Рис. 1.3. Эффективность финансовой функции: направления, которые должны лежать в основе финансовой службы*

* Активизация усилий: трансформация финансовой функции для повышения эффективности бизнеса. Отчет PWC о результатах сравнительного анализа финансовой функции за 2017 г. С. 67.

Отталкиваясь от этих направлений и процессов можно оценить уровень зрелости финансовой службы и степень развития аналитической функции. Далее приведена матрица, позволяющая ответить на вопрос, насколько развита аналитическая функция в компании и, следовательно, насколько деятельность финансовой службы приближена к стандартам лучшей практики (табл. 1).

Таблица 1. Особенности построения и функционирования финансовой службы в соответствии со стандартами лучшей практики

Функциональные зоны финансовой службы (Function Framework)	Рабочие зоны финансовой службы (Framework)	Инструменты реализации				
		1	2	3	4	
		Организационная структура финансовой службы	Персонал, его квалификация и рост	Политики, процедуры, регламенты отражения информации, проведения хозяйственных операций и ведения деятельности	Информационные системы, технологии хранения и защиты данных, интерфейсы загрузки/выгрузки данных	
Расширенная аналитическая функция	Планировочная функция	Стратегия развития	Создан комитет по стратегии при совете директоров. Деятельность комитета находится в зоне постоянного внимания совета директоров.	Разработана финансовая модель бизнеса, позволяющая обосновать прогнозные финансовые результаты и стоимость компании. Проведено определение ключевых факторов, которые оказывают влияние на стоимость. Разработаны сценарии развития бизнеса компании и изменения ее стоимости. Стратегические и бизнес-планы актуализируются на регулярной основе.	Разработаны и утверждены среднесрочные и долгосрочные планы развития и инвестиционные программы. Проведена декомпозиция планов до уровня годового бюджета с помесячной разбивкой.	Стратегические цели и контролирующие их достижение KPI введены в ERP-систему. Бюджеты компании составлены с учетом необходимой динамики достижения стратегических целей. Сформирован модуль в ERP-системе, позволяющий руководству на ежедневной основе отслеживать динамику выполнения основных KPI. Бюджетирование ведется в рамках единого модуля, интегрированного в ERP-систему. Затратные статьи бюджета в разрезе подразделений используются в качестве лимитов расходования денежных средств. Введены основные и дополнительные (в случае превышения основного лимита устанавливается предельно допустимый размер или процент отклонения) лимиты. Бюджетная модель интегрирована в ключевые процессы: закупки, производство, продажи, учет. Имеется понимание того, какие финансовые результаты должно показывать конкретное подразделение / специалист.
	Бюджетирование	Постоянно функционирует бюджетный комитет на уровне управления.	Проводится регулярный план-фактный анализ исполнения бюджета, в том числе в разрезе подразделений. Изучаются факторы, которые привели к выполнению или невыполнению плана (факторный анализ). Определены сотрудники, ответственные за сбор и обработку данных, согласование показателей бюджетов.	Разработана финансовая структура, определены центры финансовой ответственности (ЦФО). Сформирована бюджетная модель, создан альбом бюджетных форм. Бюджеты подразделений, статьи доходов и затрат, поступлений и оттоков денежных средств согласованы со структурными подразделениями и утверждены на уровне совета директоров. Утверждена бюджетная политика и регламент ведения бюджетного процесса.		

Продолжение табл. 1

Функциональные зоны финансовой службы (Function Framework)	Рабочие зоны финансовой службы (Framework)	Инструменты реализации			
		1	2	3	4
		Организационная структура финансовой службы	Персонал, его квалификация и рост	Политики, процедуры, регламенты отражения информации, проведения хозяйственных операций и ведения деятельности	Информационные системы, технологии хранения и защиты данных, интерфейсы загрузки/выгрузки данных
Учетная функция	Управленческий учет и отчетность, система KPI	Учетная функция полностью централизована и осуществляется головной компанией группы. Деятельность сотрудников подразделения (планово-экономическая служба / отдел финансового контроля) направлена на обслуживание интересов бизнеса в целом в рамках утвержденного бюджета.	Определены сотрудники, ответственные за сбор и обработку данных, подготовку аналитических заключений.	Утверждена политика в области управленческого учета (Положение о порядке ведения управленческого учета), описаны правила и сроки сбора данных, подготовки управленческой отчетности. Утверждены аналитические справочники, на основе которых осуществляется сбор, агрегирование и представление данных. Создан альбом форм управленческой отчетности, определены финансовые и нефинансовые показатели, которые требуют периодического мониторинга и по которым осуществляется контроль достижения целей. Описан порядок их расчета. Проведено распределение форм управленческой отчетности по категориям заинтересованных лиц: акционеры, совет директоров, правление, руководители подразделений/направлений.	Сформирован единый план счетов и аналитика, позволяющий обеспечить получение данных в рамках требований управленческого учета. Возможности получения всех форм управленческой отчетности автоматизированы в ERP-системе. Настроены интерфейсы загрузки/выгрузки первичных данных из профильных IT-систем в ERP-систему на ежедневной основе, что позволяет исключить дублирование данных и повысить оперативность предоставления информации.
	Финансовый учет и отчетность (закрытие периода, консолидация данных, подготовка и сдача отчетности)	Учетная функция полностью централизована и осуществляется головной компанией группы. Деятельность сотрудников подразделения (бухгалтерия) направлена на обслуживание интересов бизнеса в целом в рамках утвержденного бюджета. Обеспечено четкое распределение ответственности между функционалом бухгалтерской службы и другими подразделениями. Решение дополнительных аналитических задач сведено к нулю.	Определены показатели (KPI) для оценки эффективности бухгалтерской службы, разработаны чек-листы для каждой категории сотрудников, проводится ежедневный мониторинг их исполнения. Организовано постоянное повышение квалификации специалистов по ключевым участкам работы бухгалтерской службы.	Разработана учетная политика, содержащая основные правила ведения учета и отражения хозяйственных операций, особенности амортизации и формирования финансового результата. Утвержден план счетов, журнал хозяйственных операций, налоговые регистры. Утверждены инструкции по их формированию и ведению. Создан регламент закрытия периода, оперативного формирования бухгалтерской и налоговой отчетности. Описаны алгоритмы, связанные с подготовкой консолидированной отчетности, корректировкой внутргрупповых оборотов, подготовкой, проверкой и сдачей налоговых деклараций, финансовой отчетности, отчетности в ПФР и ФСС.	Деятельность ведется в рамках единого модуля (или отдельной IT-системы), интегрированного в ERP-систему компании. Интерфейсы загрузки/выгрузки данных автоматизированы. Данные финансового учета корректны и в полной мере отражают фактические результаты. Реализован электронный документооборот с контрагентами по обмену первичными документами, что снижает транзакционные издержки и сокращает время закрытия периода.

Продолжение табл. 1

Функциональные зоны финансовой службы (Function Framework)	Рабочие зоны финансовой службы (Framework)	Инструменты реализации			
		1	2	3	4
		Организационная структура финансовой службы	Персонал, его квалификация и рост	Политики, процедуры, регламенты отражения информации, проведения хозяйственных операций и ведения деятельности	Информационные системы, технологии хранения и защиты данных, интерфейсы загрузки/выгрузки данных
Базовая аналитическая функция		При необходимости специалисты бухгалтерской службы приглашаются в качестве экспертов при решении вопросов, связанных с оптимизацией налогов, иных видов затрат. Деятельность бухгалтерских служб дочерних компаний полностью координируется головной организацией. Головная организация осуществляет периодические контрольно-ревизионные выезды специалистов бухгалтерской службы в дочерние компании.		Проведена гармонизация требований положений по бухгалтерскому учету, Налогового кодекса РФ с требованиями МСФО, разработаны трансформационные таблицы для подготовки финансовой отчетности в соответствии с требованиями МСФО.	
	Финансовый анализ	Аналитическая функция полностью централизована и осуществляется головной компанией / группой. Деятельность сотрудников подразделения (планово-экономическая служба / отдел финансового контроля) направлена на обслуживание интересов бизнеса в целом в рамках утвержденного бюджета.	Определены показатели (KPI) для оценки эффективности аналитической функции, разработаны чек-листы для каждой категории сотрудников, участвующих в проведении аналитических процедур, проводится ежедневный мониторинг их исполнения. Усилия сотрудников сосредоточены на подготовке аналитических заключений, повышении точности прогнозов и планов.	Утвержден финансовый профиль компании, определена периодичность расчета входящих в него показателей. Утвержден перечень компаний, по которым проводится бенчмаркинг. Определены стоимостные и натуральные мультипликаторы, по которым проводится оценка стоимости компании. Во внутренних нормативных документах определены правила расчета показателей, особенности расчета стоимости капитала.	Деятельность ведется в рамках единого модуля (или отдельной ИТ-системы), интегрированного в ERP-систему компании. Интерфейсы загрузки/выгрузки данных автоматизированы. Потери времени, связанные с обработкой информации, минимизированы. Расчет большинства показателей автоматизирован, результаты выводятся на «Монитор руководителя».

Продолжение табл. 1

Функциональные зоны финансовой службы (Function Framework)	Рабочие зоны финансовой службы (Framework)	Инструменты реализации			
		1	2	3	4
		Организационная структура финансовой службы	Персонал, его квалификация и рост	Политики, процедуры, регламенты отражения информации, проведения хозяйственных операций и ведения деятельности	Информационные системы, технологии хранения и защиты данных, интерфейсы загрузки/выгрузки данных
Контрольная функция	Внутренний контроль и управление рисками	Определены владельцы рисков, которые несут ответственность за эффективное управление ими. Высшее руководство вовлечено в процессы контроля и управления рисками, подчеркивает значимость этих процессов в компании. Постоянно функционирует комитет по контролю и рискам на уровне правления.	Информация о рисках, принятых мерах качественно и своевременно раскрывается, доступна органам управления для принятия решений. Сформирована и постоянно актуализируется карта рисков. Определены показатели (KPI) для оценки эффективности контрольной функции, разработаны чек-листы для каждой категории сотрудников, участвующих в выполнении контрольных процедур и риск-менеджменте, проводится ежедневный мониторинг их исполнения.	Роли, обязанности и ответственность, связанные с процедурами контроля и управлением рисками, закреплены в положениях о подразделениях, уставе и должностных инструкциях на всех уровнях управления. На уровне совета директоров утверждено положение о внутреннем контроле и управлении рисками. Данный документ описывает принципы, цели и процесс организации внутреннего контроля и управления рисками. Риски классифицированы и описаны. Для каждого риска создана информационная карточка, ведется реестр рисков. Утверждены планы действий сотрудников в случае наступления неблагоприятных ситуаций. Проводится периодическая проверка готовности служб к наступлению тех или иных рисков событий.	Внутренний контроль и управление рисками интегрированы в процессы стратегического планирования, бюджетирования, разработки новых продуктов и т.д. Используются индикаторы раннего обнаружения рисков. Внутренний контроль и управление рисками связаны с оценкой эффективности и премированием. Используются инструменты имитационного моделирования рисков и сценарный анализ. Деятельность ведется в рамках единого модуля (или отдельной ИТ-системы), интегрированного в ERP-систему компании. Регулярно проводится отраслевой бенчмаркинг; результаты которого отражаются в системе.
	Управление эффективностью и затратами	Существует четкое распределение ответственности между подразделениями, зафиксированное в положениях об отделе/службе. Большая часть обслуживающих функций сосредоточена в головной компании, что позволяет сократить транзакционные издержки, избежать дублирования функций, сократить избыточный персонал и улучшить систему контроля.	Для каждой категории персонала сформирована матрица профессиональных компетенций, деловых и личностных качеств сотрудников. С учетом специфики бизнес-процессов разработаны системы вознаграждения и мотивации для каждой категории сотрудников, поставлены конкретные целевые нормативы (KPI), руководителями осуществляется ежедневный контроль их выполнения. В компании существует программа развития сотрудников и кадрового резерва. Сотрудники проходят периодическую аттестацию, проводится ежеквартальная оценка удовлетворенности сотрудников. Реализуется программа подготовки заместителей руководителей, позволяющая проводить безболезненную ротацию управленческого звена, стимулировать внутреннюю конкуренцию.	Для каждой категории сотрудников разработаны должностные инструкции, учитывающие специфику бизнес-процессов подразделения, выделенные зоны контроля. Сотрудники ознакомлены (под подпись) со всеми регламентами, положениями и инструкциями, связанными с выполнением ими своих профессиональных обязанностей. Каждый сотрудник понимает цели развития компании и разделяет ее корпоративную культуру.	Деятельность большинства сотрудников автоматизирована в рамках ERP-системы. Определены уровни доступа сотрудников к той или иной информации, проведено конкретных хозяйственных операций. Каждый сотрудник имеет идентификацию в системе, чтобы исключить возможности манипулирования, искажения, несогласованной корректировки информации. Внедрена DLP-система, позволяющая избежать утечки данных и распространения инсайдерской информации.

Функциональные зоны финансовой службы (Function Framework)	Рабочие зоны финансовой службы (Framework)	Инструменты реализации			
		1	2	3	4
		Организационная структура финансовой службы	Персонал, его квалификация и рост	Политики, процедуры, регламенты отражения информации, проведения хозяйственных операций и ведения деятельности	Информационные системы, технологии хранения и защиты данных, интерфейсы загрузки/выгрузки данных
	Казначейская функция	Управление оборотным капиталом	Руководитель казначейства головной компании возглавляет все казначейские подразделения дочерних компаний. Определены показатели (KPI) для оценки эффективности казначейской функции, разработаны чек-листы для каждой категории сотрудников, участвующих в выполнении процедур, связанных с управлением оборотным капиталом, ликвидностью, инвестированием и привлечением финансирования. Проводится ежедневный мониторинг их исполнения.	Внедрена политика работы казначейства (казначейская политика), разработаны и утверждены регламенты проведения казначейских операций. Ликвидная (денежная) позиция ведется по всей группе на ежедневной основе. Прогнозирование денежных потоков ведется во всех используемых валютах ежемесячно и с детализацией до одного дня.	Деятельность ведется в рамках единого модуля казначейства (или отдельной ИТ-системы), интегрированного в ERP-систему компании. Интерфейсы загрузки/выгрузки данных из клиент-банка автоматизированы. Ведется платежный календарь. Платежи осуществляются на основе заявок, поступление разносится в рамках договоров на соответствующие заказы клиента, что позволяет проводить детализированный анализ задолженности по каждому клиенту. Реализован электронный документооборот прохождения заявок на расходование денежных средств по согласующим сотрудникам. Введена система лимитов, интегрированная с бюджетами подразделений компании.
Управление ликвидностью и денежными средствами					
Управление инвестициями					
Управление финансированием					

Мое представление о ключевых направлениях работы финансовой службы несколько отличается от предложенного специалистами PWC. В частности, я выделяю ключевые рабочие зоны финансовой службы, которые, в свою очередь, сгруппированы по функциональным зонам. Как отдельное направление выделена базовая аналитическая функция, в рамках которой работа специалистов сфокусирована на проведении комплексного финансового анализа, расчете утвержденных показателей, составляющих финансовый профиль компании, стоимостных и натуральных мультипликаторов, подготовке аналитических заключений, характеризующих финансовую устойчивость и результаты работы компании. Наряду с этим выделена расширенная аналитическая функция, охватывающая все функциональные зоны, поскольку, как уже было отмечено, анализ в том или ином виде применяется в рамках каждой из них и является сферой ответственности финансовой службы. В состав инструментов, с помощью которых организуется работа в каждой из рабочих зон, добавлены «политики, процедуры, регламенты отражения информации, представления данных, проведения хозяйственных операций и ведения деятельности», без которых невозможна стандартизация и упорядоченность бизнес-процессов.

1.2. Бухгалтерская и стоимостная модели финансового анализа. Модель на основе ожиданий – перспектива финансовой аналитики

Для того чтобы создание и развитие «аналитической фабрики» привело к желаемым результатам, все заинтересованные стороны (прежде всего руководство, сотрудники и акционеры) должны говорить на одном финансовом языке, понимать, к каким финансовым целям стремится компания, что необходимо для этого сделать и какие показатели (метрики, ковенанты) лучше использовать. В этом контексте важно то, что в настоящее время в финансовой аналитике сложились две модели анализа деятельности компании: бухгалтерская и стоимостная⁴. Давая общую характеристику бухгалтерской модели, отмечу, что она основана прежде всего на изучении различных форм финансовой отчетности и расчете ставших уже традиционными коэффициентов ликвидности, финансовой устойчивости, деловой активности и рентабельности. Ключевым объектом исследования здесь выступает прибыль (Gross Profit, Operation Profit, EBIT, EBITDA, Net Profit и др.)⁵. Стоимостная модель в свою очередь оперирует категориями риска и доходности. Ключевым объектом исследования в этой модели выступают экономическая прибыль и денежные потоки, на основе которых оценивается справедливая стоимость компании.

Рассмотрим различия бухгалтерской и стоимостной моделей анализа более подробно. С точки зрения аналитика, они возникают уже на уровне трактовок издержек и прибыли. Бухгалтерская модель основана на фактически проводимых, совершенных операциях, из анализа исключаются альтернативные действия и возможные варианты развития. К издержкам компании за рассматриваемый период в рамках данной модели относят только фактически понесенные, «явные» издержки, отражение которых в учете и отчетности проводится методом начислений (Accrual Based Method) или кассовым методом (Cash Based Method). Какие-либо потенциально возможные операции, означающие вероятное, а не фактически сложившееся использование ресурсов компании, не являются объектом изучения в данной модели и не принимаются в расчет (например, определение величины терминального денежного потока, TCF). В отличие от бухгалтерской, стоимостная модель учитывает многовариантность развития, упущенную выгоду, которую может потерять (недополучить) компания, останавливаясь на конкретном варианте размещения ресурсов. В стоимостной модели упущенная выгода трактуется как альтернативные или «неявные» издержки.

Необходимость учета в финансовом анализе «неявных» издержек привела к определенным изменениям в трактовке финансового результата. Успешный результат по логике бухгалтерской модели – это ситуация, при которой выручка от реализации товаров (работ, услуг) покрывает явные издержки компании. Таким образом, основным объектом анализа является бухгалтерская прибыль. Основу же стоимостной модели составляет показатель экономической прибыли, которую можно определить как разность между выручкой от реализации товаров (работ, услуг) и суммой фактических (явных) и альтернативных (неявных) издержек.

Принятие большинства финансовых решений через призму стоимостной модели основано на соотношении между экономической прибылью и требуемой отдачей на инвестируемый капитал. Компания считается прибыльной только в том случае, если ее доходы покрывают не только операционные издержки, но и затраты, связанные с привлечением капитала для развития компании. На этой логике основано большинство показателей, появившихся за послед-

⁴ В экономической литературе можно также встретить термин «финансовая модель анализа».

⁵ Более подробно об этих и других показателях речь пойдет в разделе 3.2.

ние 30 лет с целью формализованного определения экономической прибыли. Учет затрат, связанных с привлечением капитала, позволяет финансовому аналитику принимать во внимание проблему финансового риска, требует расширения массива информации для проведения полноценного анализа, в результате чего финансовая аналитика выходит за рамки анализа финансовой отчетности.

Еще одним важным различием рассматриваемых моделей является трактовка денежных средств. Если в бухгалтерской модели деньги рассматриваются как достаточно пассивный инструмент для оценки ликвидности, то в стоимостной модели деньги (денежные потоки) – это основа анализа. Для целей управления по ряду причин важнее отслеживать не столько прибыль, сколько именно денежные потоки. Финансовых менеджеров, банкиров, кредиторов и инвесторов интересуют текущие и будущие потоки денежных средств, поскольку им нужно знать, чем они располагают для реинвестирования, выплаты дивидендов, уплаты процентов и погашения основной суммы долга. В силу этого в центре внимания стоимостной модели находится показатель свободного денежного потока (Free Cash Flow, FCF), который может быть распределен между всеми инвесторами компании без ущерба для ее операционной деятельности. Модификациями данного показателя стали свободный денежный поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity, FCFE) и свободный денежный поток для кредиторов (Free Cash Flow to Debt, FCFD). В стоимостной модели денежные потоки рассматриваются в качестве инвестиционного ресурса, они меняют свою стоимость с учетом времени, в силу чего в современной финансовой аналитике активно используются операции дисконтирования и наращивания.

Следствием этой логики стала очевидная разница в трактовке целей развития компании. Если бухгалтерская модель во главу угла ставит рост прибыли в абсолютном (Gross Profit, Operation Profit, EBIT, EBITDA, Net Profit и др.) и относительном (EPS, ROA, ROE, ROS, EBITDA Margin и др.) выражении, то стоимостная модель стратегически ориентируется на показатель стоимости (Enterprise Value, EV), увеличение которого основано на росте свободных денежных потоков и достижении компанией требуемой со стороны инвесторов отдачи на вложенный капитал.

Именно эта идея стала фундаментом современной финансовой аналитики и управления. Рост стоимости компании обеспечивается ростом суммарной прибыли, снижением транзакционных и других видов издержек, увеличением объемов продаж, формированием конкурентных преимуществ и т. п. Таким образом, ориентация на стоимость не противоречит функциональным целям операционной, маркетинговой, инновационной и финансовой деятельности. Став продолжением стоимостной аналитики, стоимостная модель управления (Value Based Management, VBM) получила свое развитие в 1980-е гг. не только в США, но и в Европе, и в Японии, а в 2000-х гг. ее активно стали использовать российские компании.

При этом изначально целевой функцией данной модели управления было обеспечение роста благосостояния акционеров (Shareholders Wealth Maximization Model), что в свою очередь привело к возникновению целого ряда финансовых метрик (FCF, TSR, MAR, OAR, TBR, WAI, EVA, MVA, SVA, CVA), способных с разных сторон показать произошедшие изменения и помочь оценить эффективность действий менеджмента. Развитием этой целевой функции стала модель максимизации стоимости (ценности) компании (Stakeholder Wealth Maximization Model) как для акционеров, так и для других поставщиков капитала – стейкхолдеров⁶, к которым относятся сотрудники, поставщики, клиенты, общество и другие заинтересованные субъекты. Важнейшая причина подобного рода изменений – расширение понятия «капитал». Сегодня это уже не просто финансовый ресурс, предоставленный собственниками или кредиторами. Это все ключевые ресурсы, компетенции, без которых невозможно устойчивое развитие компании и рост ее стоимости. В эпоху цифровизации, информационных технологий

⁶ Стейкхолдеры – физические и юридические лица, без чьей поддержки не может существовать данная компания.

наряду с финансовым и материальным капиталом возник и неосязаемый, **нематериальный капитал** как некое понятие, объединяющее все то, что может стоять за нематериальными активами компании. Для совокупной характеристики этих видов капитала я использую термин «треугольник стоимости компании», где каждый из трех образующих его элементов прямо или косвенно влияет на ее стоимость (рис. 1.4).



Рис. 1.4. Треугольник стоимости компании

Рассмотрим нематериальный капитал и составляющие его элементы более подробно.

Чем более технологичным бизнесом занимается компания, тем выше должен быть профессионализм сотрудников, подбор, адаптация, мотивация и удержание которых – сложнейшая задача. Это **человеческий капитал** компании, именно он производит продукт или оказывает услугу. И от того, насколько качественным он будет, напрямую зависит удовлетворенность клиентов, а значит, и результаты продаж, что в итоге влияет на стоимость.

Помимо компетентности операционных сотрудников, крайне важны слаженные действия (единство) управленческой команды, стандартизированность, понятность и прозрачность для сотрудников бизнес-процессов компании, их интеграция в единое информационное пространство. Система должна работать, даже если кто-то из топ-менеджмента отходит от дел. Здесь мы имеем дело с **организационным капиталом** компании. В эту категорию можно также отнести и так называемый административный ресурс, использование которого позволяет получить дополнительные конкурентные преимущества, ускорить процессы, добиться необходимых разрешений.

Очевидно, что в основе развития бизнеса лежат продажи. От того, насколько устойчивым и прогнозируемым будет их рост, зависят будущие денежные потоки и стоимость компании. В этом контексте ее задача – сформировать свой **клиентский капитал**. Важно не только наращивать число клиентов, но и добиваться их лояльности к компании, повторных покупок, роста среднего чека. Необходимо стремиться к достижению устойчивого спроса на продукт,

формировать очередь заказов, чтобы без потерь проходить сезонные колебания спроса, реализовывать искренний сервис (приоритетнейшая задача, особенно для компаний, специализирующихся на оказании услуг), добиваться долгосрочных отношений с клиентом.

Важным элементом нематериального капитала является **инновационный капитал** – перспективные разработки, проекты, находящиеся на разных стадиях жизненного цикла (от идеи и прототипирования до опытных образцов). Доведенные до стадии промышленной эксплуатации, они могут привести к технологическому взрыву, появлению новых отраслей, снижению затрат и росту эффективности в действующих отраслях. Уникальность разработки будет напрямую влиять на будущий рост. И даже с появлением конкурентных аналогов через некоторое время статус первопроходца позволит поддерживать лидерство компании и интерес к ней клиентов на протяжении длительного времени.

Бизнес на копировании, или История успеха Xerox⁷

Основанная в начале XX в., компания Xerox сумела занять свою нишу на рынке и войти в историю, приучив весь мир называть копировальные машины ксерксами. Впрочем, история Xerox знала немало падений и опрометчивых решений. Например, в свое время руководители корпорации за бесценок продали Apple революционную технологию.

Михаил Хомич, преподаватель экономики инноваций МГУ им. Ломоносова:

«В маркетинге “джерениками” называют бренды, которые дали название целой отрасли. Типичный пример – “Аспирин”. История компании Xerox, полная взлетов и падений, началась в 1906 г., когда она была основана в городке Рочестер (штат Нью-Йорк) под названием Haloid. Фирма занималась производством и продажей фотобумаги. Знаменитый аппарат, который копировал изображения, появился лишь через 50 лет. После этого компания быстро стала миллионером, окупив вложения так долго веривших в Xerox инвесторов.

В 1969 г. именно эта фирма изобрела лазерный принтер. Самое интересное, что мышь и графический интерфейс компьютера также придумали в Xerox, однако руководство компании не оценило потенциала этих идей. Зато оценил Стив Джобс. Всего за \$1 млн он получил эти технологии для компьютера Apple Lisa. “Они даже не понимали, что было у них в руках”, – говорил Джобс. Затем Xerox сумела сфокусироваться на любимом деле – изготовлении копировальных аппаратов. Прорывом стала возможность подключать их к компьютерным сетям. В настоящее время компания является лидером рынка с ежегодным оборотом более чем \$20 млрд».

Юрий Митин, эксперт по инновационному предпринимательству:

«Самое главное – компания поняла потребность людей и оперативно заняла столь ожидаемую ими нишу. Тем не менее попытки выйти в смежные сегменты обернулись полным провалом из-за недальновидности руководства. Кстати, в середине 1980-х Xerox была почти куплена корпорацией Apple. Будучи лидером в своем сегменте, помните – к выходу на новые рынки стоит относиться максимально ответственно».

«Коммерсантъ FM», 17.08.2012 г.

⁷ <https://www.kommersant.ru/doc/1922089>.

Формируемая годами деловая репутация – **репутационный капитал** – также оказывает непосредственное влияние на поведение клиентов, их заинтересованность в сотрудничестве с компанией. Это во многом связано с тем, прислушивается ли менеджмент к пожеланиям клиентов, вносит ли изменения в действующие процессы, придерживается ли принципов открытости и честности в отношениях с клиентами и партнерами.

Ниже представлен пример того, как действия руководителей автомобильного концерна Volkswagen, нарушивших принципы открытости и честности, привели к серьезному падению стоимости компании и значительным незапланированным расходам.

Как Volkswagen потерял треть капитализации за два дня⁸

Германский автомобильный концерн Volkswagen, лидер мирового авторынка, оказался в центре глобального скандала, в результате которого компания потеряла треть капитализации за два дня и может дополнительно понести убытки в размере десятков миллиардов долларов.

Расследование в США и по всему миру

Неприятности Volkswagen начались в прошлую пятницу, когда Агентство по охране окружающей среды США раскрыло информацию о том, что концерн использовал программные методы для занижения показателей во время тестирования автомобилей с дизельным двигателем на выбросы вредных веществ.

Уже во вторник агентство Bloomberg со ссылкой на источники сообщило, что министерство юстиции США начало расследование действий компании, по итогам которого Volkswagen могут быть предъявлены уголовные обвинения.

Слушания по делу планируется провести в конгрессе США. Также о начале проверки автомобилей компании объявило правительство Германии. Министр экономики земли Нижняя Саксония (крупнейшего акционера Volkswagen с 20 % голосующих акций) Олаф Лис призвал к всеобщей проверке, которая бы затрагивала и других автомобилестроителей.

Кроме того, собственное расследование планирует провести правительство Южной Кореи. По информации ВВС, южнокорейские власти проверят до 5000 автомобилей Volkswagen моделей Jetta и Golf, а также автомобили Audi A3 2014–2015 гг. выпуска, и, если в них будут выявлены проблемы, проверка коснется всех машин компании, оснащенных дизельными двигателями.

О намерении проверить автомобили немецкой компании на соответствие экологическим стандартам сообщили также Франция и Италия.

Убытки компании

Поначалу речь велась о сравнительно небольшом числе автомобилей, проданных в США за последние 7 лет, – порядка 500 000 машин. Затем Volkswagen объявил, что намерен устранить нарушения на всех машинах с дизельными двигателями, проданных в мире, а это около 11 млн автомобилей. На эти нужды компания зарезервировала €6,5 млрд, которые будут отражены в ее финансовой отчетности.

В США Volkswagen фактически нарушила два пункта Закона о чистоте воздуха и по американским законам может быть оштрафована на сумму до

⁸ <https://www.interfax.ru/business/468461>.

\$37 500 за каждый проданный автомобиль, что в совокупности составляет порядка \$18 млрд – больше, чем годовая прибыль концерна.

Также вероятны многомиллиардные штрафы в связи с ведущимся расследованием минюста США и многочисленные иски от обманутых покупателей.

Свою озабоченность ситуацией выразила и Европейская комиссия, активно продвигающая меры по снижению вредных выбросов от автомобилей в атмосферу. Впрочем, о начале ее собственного расследования говорить пока слишком рано, отметила пресс-секретарь ЕК Люсия Коде.

Падение акций в автомобильном секторе

В понедельник цена бумаг Volkswagen рухнула почти на 20 %, со €163 за бумагу до €132 за акцию. В ходе торгов во вторник падение составляет также порядка 20 %, а акции торгуются на отметке €107. Таким образом, за два дня капитализация компании рухнула на треть.

Котировки акций Daimler опускаются на 5,7 %, BMW – на 4,8 %.

Рыночная стоимость Peugeot упала на 7,3 %, Renault – на 5,4 %.

Германский фондовый индекс DAX 30 в ходе торгов во вторник потерял 3 %, французский CAC 40 – 3,1 %. Сводный индекс крупнейших предприятий Западной Европы STOXX Europe 600 опустился на 2,5 % и может завершить торги на минимальном уровне с августа.

«Интерфакс», 22.09.2015 г.

Наглядной иллюстрацией может служить график поведения цены за акцию компании Volkswagen AG на Франкфуртской фондовой бирже (рис. 1.5).

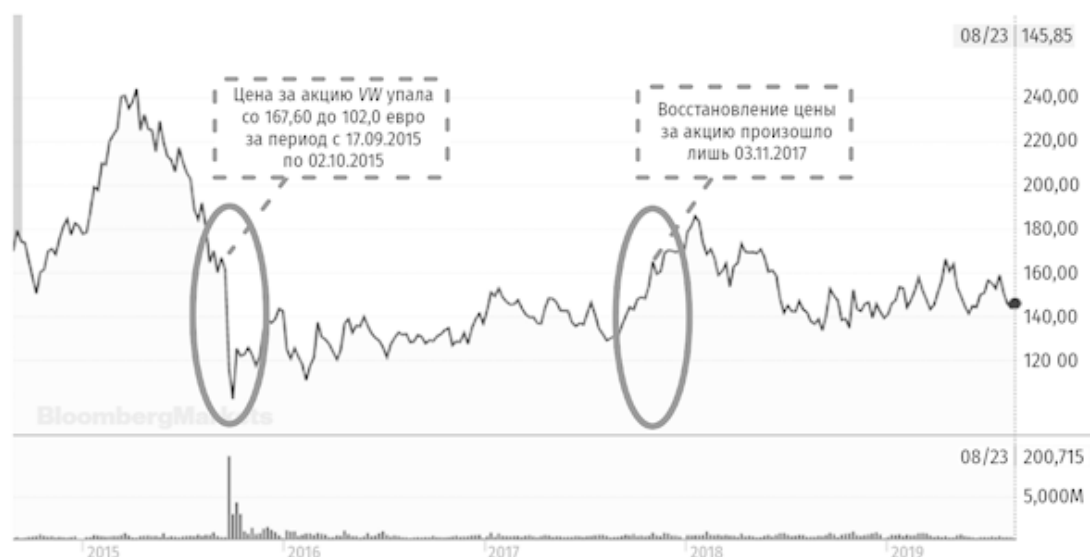


Рис. 1.5. Изменение цены за акцию компании Volkswagen AG на Франкфуртской фондовой бирже в результате влияния репутационного риска*

* <http://www.bloomberg.com/quote/VOW:GR>.

Падение цены акций компании Volkswagen AG произошло с уровня €167,6 до €102 за акцию. На восстановление цены к уровню €167 за акцию потребовалось более двух лет.

В период с 8 июня 2018 г. по 23 августа 2019 г. (дата формирования графика) цена лишь тестировала уровень €160, однако вернуть свои значения на тот момент так и не смогла. Таким образом, потеря репутационного капитала может влиять на стоимость компании ощутимо и долгосрочно.

Кроме того, к нематериальному капиталу я отношу и **территориальный капитал**. В особенности это касается компаний, оказывающих услуги. Их территориальное расположение при прочих равных (материальная база, преёскурант услуг, набор и квалификация специалистов) может оказывать серьезное влияние на поведение потребителя, стимулируя его приток в случае удачно выбранного местоположения, которое само по себе может обеспечивать дополнительный спрос.

Акцентируя внимание на элементах треугольника стоимости компании в процессе финансового анализа, особенно на составляющих нематериального капитала, потенциальные инвесторы могут избежать ненужных рисков, повысить обоснованность выбора объектов инвестирования в пределах допустимого уровня аппетита к риску, получать объективную оценку стоимости компании-цели. Например, инвестиционная компания «АТОН», реализуя стратегию прямых инвестиций, декларирует следующие факторы, определяющие выбор объектов инвестирования (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Факторы, определяющие выбор объектов инвестирования*

* <https://www.aton.ru/investments/>.

У разных типов компаний соотношение между входящими в треугольник стоимости элементами может существенно различаться (рис. 1.7).



Рис. 1.7. Поведение треугольника стоимости в зависимости от типа бизнеса компании

Так, компании, занимающиеся материалоемким производством с невысокой добавленной стоимостью, имеют, как правило, значительную материальную базу, многоцеховое производство, однако для выпуска продукции высококвалифицированный персонал им не требуется. Напротив, компаниям, занимающимся инновационным производством (например, в области ИТ-технологий, разработки программных средств), не требуется серьезных капитальных вложений, их основной ресурс – высокопрофессиональные кадры.

Ниже приведены выдержки из годовых отчетов крупнейших компаний мира, которые ясно свидетельствуют, что стоимостная модель управления в разных вариантах является базой для современной управленческой практики.

Что говорят руководители о целях своих компаний

«Наша стратегия выходит за рамки чисто финансовой стоимости: речь идет о создании долгосрочной стоимости для всех заинтересованных сторон».
ABM AMRO Annual Report 2018, p. 10⁹

«В соответствии с реализуемой стратегией “5С” мы намерены предложить нашим клиентам самый передовой опыт и продолжить усилия для повышения благ наших сотрудников, партнеров и инвесторов».
Daimler Annual Report 2018, p. 5¹⁰

«Наша цель: создание долгосрочной и устойчивой стоимости для акционеров и конечных собственников компании».
CLP Holdings Limited, Annual Report 2018, p. 23¹¹

«Наши основные цели заключаются в создании устойчивой ценности для клиентов, акционеров, сотрудников и других заинтересованных сторон».
Credit Suisse Group, Annual Report 2018, p. 191¹²

⁹ <https://www.abnamro.com>.

¹⁰ <https://www.daimler.com>.

¹¹ <https://www.clpgroup.com>.

¹² <https://www.credit-suisse.com>.

«Компания ожидает, что реализация стратегии еще более усилит ее позиции в качестве ведущей в отрасли материаловедения компании, будет способствовать улучшению отношений с клиентами, что приведет к повышению доходности вложенного капитала, увеличению свободного денежного потока (денежного потока от операционной деятельности за вычетом капитальных затрат) и повысит стоимость компании для акционеров».

The Dow DuPont Inc., Annual Report 2018, p. 9¹³

«Наша цель – значительное увеличение выручки и денежного потока, генерируемого бизнесом».

ExxonMobil, Summary Annual Report 2018, p. 2¹⁴

«Ценности компании в области финансов и инвестиций: усиление качества инвестиционного, проектного управления; удержание лидерства по операционной эффективности; обеспечение высокого уровня доходности акционеров».

ПАО «НК «Роснефть», годовой отчет 2018, с. 9¹⁵

Обратим внимание на еще одно важное обстоятельство. В коммюнике «Заявление о цели корпорации», опубликованном на сайте Business Roundtable – площадке, созданной в 1972 г. группой генеральных директоров крупнейших американских компаний, – руководители 181 компании из США в 2019 г. утвердили совместное обновленное заявление о своих корпоративных целях¹⁶. Вот его текст.

Заявление о цели корпорации

Американцы заслуживают экономики, которая позволяет каждому человеку добиться успеха честным трудом и творчеством, вести осмысленную и достойную жизнь. Мы считаем, что система свободного рынка является лучшим средством создания надежных рабочих мест, сильной и устойчивой экономики, инноваций, здоровой окружающей среды и экономических возможностей для всех.

Предприятия играют жизненно важную роль в экономике, создавая рабочие места, стимулируя инновации и обеспечивая производство необходимых товаров и услуг. Предприятия производят и продают потребительские товары, производят оборудование и транспортные средства, поддерживают национальную оборону, выращивают и производят продукты питания, обеспечивают здравоохранение, производят и поставляют энергию, предлагают финансовые, коммуникационные и другие услуги, которые поддерживают экономический рост.

В то время как каждая отдельная компания служит своей собственной корпоративной цели, вместе мы разделяем фундаментальные обязательства перед всеми нашими заинтересованными сторонами. Мы обязуемся:

¹³ <https://www.dow.com>.

¹⁴ <https://www.exxonmobil.com>.

¹⁵ <https://www.rosneft.ru>.

¹⁶ <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>.

- Обеспечивать стоимость (ценность) для наших клиентов. Мы будем продолжать традицию американских компаний, стремящихся соответствовать или превосходить ожидания клиентов.

- Инвестировать в наших сотрудников. Это начинается с предоставления им справедливой заработной платы и иных важных преимуществ. Это также включает в себя поддержку их через тренинги и образование, которые помогают развивать новые навыки для быстро меняющегося мира. Мы поощряем разнообразие и интеграцию, достоинство и уважение.

- Обеспечивать справедливое и этичное отношение к нашим поставщикам. Мы стремимся быть хорошими партнерами для других компаний, больших и малых, которые помогают нам выполнять наши миссии.

- Поддерживать сообщества, в которых мы работаем. Мы уважаем людей в наших сообществах и защищаем окружающую среду, применяя методы устойчивого развития в нашем бизнесе.

- Создавать долгосрочную стоимость для акционеров, которые обеспечивают компании капиталом, позволяющим им инвестировать, расти и внедрять инновации. Мы стремимся к прозрачности и эффективному взаимодействию с акционерами.

Каждая из наших заинтересованных сторон имеет для нас большое значение. Мы обязуемся обеспечить ценность для каждой из них, для будущего успеха наших компаний, наших сообществ и нашей страны.

Август 2019 г.

Вектор развития действительно изменился, и то, что мы наблюдаем в современном корпоративном управлении и финансах последние годы, наконец, приобрело определенный формальный статус. Как уже отмечалось, приведенное выше заявление подписано главами крупнейших американских компаний. Очевидно, что следующим шагом станет декларирование в качестве финансовой цели роста стоимости этих компаний в годовых отчетах в интересах всех заинтересованных сторон, а также обновление форм корпоративной отчетности, где, помимо отражения результатов деятельности для акционеров, необходимо будет показывать предпринятые компанией усилия по обеспечению стоимости (ценности) для клиентов, инвестированию в сотрудников, установлению справедливых отношений с поставщиками. Это в свою очередь может привести к появлению новых финансовых метрик, показывающих интегральный эффект от приложенных усилий.

Кроме того, такая тенденция чревата витком революции в корпоративной отчетности: появлением новых видов корпоративных отчетов или новых разделов в действующих отчетных формах компаний, операционных и финансовых KPI. Например, изменения могут коснуться стандартов программы «Глобальная инициатива в отчетности» (The Global Reporting Initiative Standards, GRI Standards), разработанной специалистами PWC и насчитывающей уже 36 отчетных форм¹⁷. Еще одной возможной новацией может стать расчет добавленной стоимости с целью отразить влияние элементов нематериального капитала на изменение стоимости. Иными словами, следует ждать появления финансовых метрик, характеризующих поведение стоимости компании.

Пересмотр целевых установок происходит в корпоративном управлении и финансах на протяжении уже длительного времени, и идей по этому поводу было высказано немало. Сегодня смещение аналитических и управленческих акцентов в пользу показателя стоимости очевидно. Учитывая это, обратим внимание на следующее обстоятельство. Все решения,

¹⁷ Подробнее: <https://www.globalreporting.org/standards>.

которые принимает компания в области управления своими финансовыми ресурсами, их аналитические обоснования должны реализовываться через призму стоимостного управления (рис. 1.8).



Рис. 1.8 Направления стоимостного управления компанией

Иными словами, залог успешного наращивания стоимости, обеспечения роста благосостояния акционеров компании и других стейкхолдеров в лице менеджмента, сотрудников (работников), кредиторов, государства и т. д. напрямую связан с эффективностью ведения операционной деятельности компанией, проводимой ею инвестиционной политикой, ее отношениями с кредиторами, позволяющими привлекать капитал на выгодных для компании условиях. В этом смысле действия аналитиков должны быть направлены на использование таких аналитических процедур, таких финансовых метрик и ковенант, которые в наилучшей степени смогут отразить результаты стоимостного управления и эффективности действующего бизнеса. Неслучайно многие компании, и прежде всего крупные вертикально интегрированные корпорации, проводя декомпозицию своих стратегических целей, устанавливают в качестве целевых KPI не только бухгалтерские, но и стоимостные финансовые показатели (например, TSR).

В качестве примера приведу перечень коллективных показателей эффективности компании и индивидуальных показателей эффективности главного исполнительного директора ПАО «НК «Роснефть»», установленных на 2018 г.¹⁸:

- доходность на средний задействованный капитал (ROACE);
- объем добычи и производства углеводородов;
- показатель травматизма;
- производительность труда;
- сохранение совокупной доходности акционеров ПАО «НК «Роснефть»» (TSR) не ниже среднеотраслевого уровня компаний Российской Федерации;
- снижение затрат отчетного периода относительно прошлого периода в сопоставимых условиях;
- коэффициент долговой нагрузки (чистый долг/ЕБИТДА);
- интегральный показатель эффективности инновационной деятельности;
- коэффициент выполнения поручений совета директоров и правления.

¹⁸ Годовой отчет за 2018 г. // ПАО «НК «Роснефть»». С. 29.

Обратим внимание также на то, что показатель TSR может выступать в качестве KPI не только сам по себе. Так, в годовом отчете ПАО «НК «Роснефть»» за 2015 г.¹⁹ в перечень коллективных показателей эффективности компании и индивидуальных показателей эффективности председателя правления был внесен показатель, характеризующий отношение совокупной доходности акционеров ПАО «НК «Роснефть»» (TSR) к среднеотраслевому уровню совокупной доходности акционеров по компаниям РФ.

Вместе с тем уровень современной финансовой аналитики не стоит на месте, и, возможно, скоро мы увидим формализацию целей управления на основе ожиданий. По сути, инвестиционные и финансовые компании, банки, вкладывая средства в те или иные ценные бумаги, ориентируются именно на собственные ожидания роста этой бумаги. Рост курсовой стоимости акции происходит в том случае, если инвестиционное сообщество понимает, что фактические результаты компании будут выше ожидаемых (запланированных), и этот рост в пределах ожиданий закладывается в фактический рост цены. Вот почему по факту выхода финансовой отчетности мы часто не видим существенного изменения котировок – рынок уже отразил свои ожидания в цене и лишь «отыгрывает» дополнительный новостной фон.

Как отмечают авторы концепции²⁰, менеджмент на основе ожиданий (Expectations-Based Management, ЕВМ²¹) помогает существенно улучшить взаимопонимание с инвесторами, разработать внутренние стандарты деятельности компании и откорректировать стратегию.

ЕВМ отличается от других управленческих концепций тем, что превышение фактической эффективности над ожидаемой является для нее главным фактором создания стоимости для акционеров. Этот критерий, безусловно, субъективен, поэтому требует гораздо больше времени на планирование и бюджетирование, реорганизацию модели оплаты труда, оценку ожиданий рынка и формирование взгляда на создание стоимости как на поиск способов превзойти возложенные на компанию ожидания.

Пересмотр финансовых моделей, а значит, и ожидаемого прогноза, происходит на постоянной основе по факту выхода обновленной отчетности, публикации операционных результатов, значимых колебаний валютных курсов, цен на сырье. Задача такого пересмотра – получение как можно более точной оценки стоимости компании, расчет ключевых мультипликаторов, их сопоставление со средней величиной предшествующих значений (при наличии ретроспективных данных как минимум за последние 5 лет).

В результате аналитик получает возможность определить недооцененность или переоцененность акции, потенциал роста или снижения котировок. В этом смысле крайне важно уметь строить финансовые модели, в которых прогнозирование ключевых финансовых показателей будет с высокой степенью достоверности отражать фактические результаты. В качестве примера приведу финансовую модель, разработанную специалистами ИК «Велес Капитал» (табл. 2). Результатом ее построения является получение оценки стоимости бизнеса компании в целом, справедливой стоимости ее обыкновенных акций, возможного изменения стоимости под влиянием различных темпов роста компании в будущем и колебания средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

¹⁹ Годовой отчет за 2015 г. // ПАО «НК «Роснефть»». С. 43.

²⁰ Коупленд Т., Долгофф А. Expectation-Based Management: Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании. – М.: Эксмо, 2009. – С. 20.

²¹ Expectations-Based Management (ЕВМ) – термин, запатентованный консалтинговой компанией Monitor Group.

Таблица 2. Оценка и прогноз финансовых показателей ПАО «Газпромнефть»*

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2018	2019	2020	2021	WACC				
Выручка	2489	2460	2583	2695	Безрисковая ставка	2,7%			
Операционные расходы	1938	1937	2049	2152	Страновой риск	3,5%			
ЕВИТДА	632	649	668	685	Бета с учетом привлеченного капитала	0,80			
Амортизация и корректировки	175	197	220	244	Рыночная премия за риск	9,4%			
ЕВИТ	457	452	448	442	Премия за низкую ликвидность	2,2%			
Прочие доходы/расходы	23	82	88	94	Стоимость СК	13,1%			
Прибыль до налогообложения	480	534	536	536	Стоимость долга до налогов	6,3%			
Налог на прибыль	79	107	107	107	Доля СК	72%			
Доля миноритариев	24	26	26	26	Доля долга	28%			
Чистая прибыль	377	401	403	402	WACC	10,9%			
Баланс, млрд руб.	2018	2019	2020	2021	Свободный денежный поток, млрд руб.	2018	2019	2020	2021
Внеоборотные активы	2858	3030	3197	3358	ЕВИТ	457	452	448	442
Основные средства и НМА	2366	2538	2706	2866	Налог на прибыль	79	107	107	107
Прочие внеоборотные активы	492	492	492	492	Изменение оборотного капитала	127	2	7	6
Оборотные активы	663	573	532	510	Капитальные затраты	370	369	387	404
Дебиторская задолженность	129	128	134	140	Амортизация	175	197	220	244
Денежные средства и эквиваленты	248	160	101	64	Свободный денежный поток	171	191	197	199
Прочие оборотные активы	286	286	297	306					
Итого активы	3521	3603	3729	3868	Оценка стоимости акций по DCF, млрд руб.				
Средства акционеров	1992	2192	2394	2595	Рост в ПП период	3,00%			
Нераспределенная прибыль	1681	1882	2083	2284	Сумма ДДП (+)	1196			
Прочее	311	311	311	311	Дисконтированная терминальная стоимость (+)	1536			
Долгосрочные обязательства	967	864	777	703	Стоимость бизнеса компании	2732			
Кредиты и займы	685	582	495	420	Стоимость чистого долга (-)	448			
Прочие обязательства	282	282	282	282	Доля миноритарных акционеров (-)	149			

* Аналитический обзор от 16 августа 2019 г. // Инвестиционная компания «Велес Капитал». С. 4.

Окончание табл. 2

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2018	2019	2020	2021	WACC				
Краткосрочные обязательства	562	547	559	570	Доля в зависимых компаниях (+)	348			
Кредиты и займы	91	77	66	56	Стоимость акционерного капитала	2483			
Прочие обязательства	471	469	493	515	Число обыкновенных акций, млн	4718			
Итого пассивы	3521	3603	3729	3868	Справедливая стоимость обыкновенных акций, руб.	526			
Движение денежных средств, млрд руб.	2018	2019	2020	2021	Рыночные мультипликаторы, х	2018	2019	2020	2021
Основная деятельность	538	598	629	652	EV/Sales	1,0	1,0	0,9	0,9
Чистая прибыль	377	401	403	402	EV/EBITDA	3,9	3,8	3,7	3,6
Амортизация	175	197	220	244	EV/EBIT	5,4	5,4	5,5	5,6
Изменение оборотного капитала	127	2	7	6	P/E	5,3	5,0	5,0	5,0
Прочее	-141	-2	0	0	P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8
Инвестиционная деятельность	-335	-369	-387	-404	FCF Yield	9%	10%	10%	10%
Приобретение внеоборотных активов	-370	-369	-387	-404	EPS, руб.	80	85	85	85
Покупка / продажа НМА и финансовых активов	0	0	0	1					
Прочее	35	0	0	-1	Коэффициенты	2018	2019	2020	2021
Финансовая деятельность	-57	-317	-300	-285	Рентабельность по EBITDA, %	25	26	26	25
Изменение долга	95	-116	-99	-84	Рентабельность по чистой прибыли, %	15	16	16	15
Выплата дивидендов	-83	-201	-201	-201	Капитальные затраты/выручка, %	14	15	15	15
Прочее	-69	0	0	0	ROE, %	19	18	17	16
Изменение денежных средств	146	-88	-59	-37	ROIC, %	14	14	14	13
					Долг/EBITDA, х	0,01	0,01	0,84	0,70
					Чистый долг / EBITDA, х	0,83	0,77	0,69	0,60
					Долг/собственный капитал	0,39	0,30	0,23	0,18
Анализ чувствительности									
WACC/TGR, %	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0				
9,00%	569	624	697	799	952				
10,00%	503	543	595	664	760				
10,90%	455	487	526	577	645				
12,00%	406	430	459	495	541				
13,00%	370	389	411	438	473				

Ожидания становятся целью финансовой аналитики и на уровне банков, для которых крайне важно понимание будущих финансовых результатов заемщиков и работа на опереже-

ние: своевременное изменение лимитов кредитования, процентных ставок и сроков, его приостановление, начало действий по реструктуризации задолженности в случае развития неблагоприятной динамики. Серьезным шагом в данном направлении можно назвать и разработки в области нейросетей, искусственного интеллекта и больших данных.

Сбербанк научился предсказывать выручку компаний. Зачем?²²

Сбербанк России научился прогнозировать выручку компаний и ИП. Метод применим даже к тем компаниям, которые никогда не публиковали финансовую отчетность. Аналитики рассказали, как это поможет бизнесу Сбербанка.

Корпоративно-инвестиционный блок Сбербанка разработал модель предсказания выручки компаний и индивидуальных предпринимателей (ИП). В сообщении банка сказано, что модель построена для 8 млн российских компаний и ИП. Она способна прогнозировать по активному ИНН выручку за девять месяцев до публикации финансовых результатов.

Для построения модели требуется минимум три месяца. При исследовании используются более тысячи признаков компании, отметили в Сбербанке.

Предполагается, что еще до завершения календарного года и выхода официальной бухгалтерской отчетности банк с помощью этой модели сможет распознать потенциал своего клиента, чтобы сформировать для него подходящее предложение.

Система прогнозирования позволит предсказывать показатели даже тех компаний, которые еще ни разу не публиковали финансовые отчеты. Модель основана на методе машинного обучения Random Forest Regression.

Для чего Сбербанку такой механизм?

Прогнозирование финансовых показателей компаний и ИП позволяет планировать приход и отток денег, строить модели по ликвидности средств самого банка, точнее определять необходимость привлечения ресурсов и их оптимизации, считает руководитель группы аналитиков Центра аналитики и финансовых технологий Марк Гойхман. По его мнению, это позволит значимо уменьшить издержки банка и вероятные потери, а также повысить рентабельность.

Если система покажет качественный результат при анализе компаний, то, возможно, банк распространит систему и на работу с данными физических лиц, считает руководитель финтех-компании Exantech Денис Восквичев. Система может использоваться для точного таргетирования рекламных предложений, выявления аномальной активности и автоматического предотвращения мошенничества.

Преимущество системы в том, что она анализирует непосредственно осуществляемые денежные транзакции, которые видны лишь банку, и не имеет ничего общего с классическим анализом финансовых показателей компаний, указал эксперт Международного финансового центра Гайдар Гасанов.

²² https://quote.rbc.ru/news/forecast_idea/5d2dc8bb9a79470b963c6f8f.

Модель Сбербанка представляет собой перспективный инструмент, однако пока она не может конкурировать с традиционной аналитикой, считают в компании QBF.

«Модель, вероятно, будет иметь ограниченное применение на первых порах, – предположил портфельный управляющий QBF Денис Иконников. – В рыночных условиях необходимо учитывать экономические показатели в стране, регионе, отдельной отрасли, цикличность отраслей, влияние заявлений менеджмента, единовременные факторы в отчетности компаний. Если Сбербанк учтет и эти факторы в модели, то она сможет конкурировать с прогнозами аналитиков, но в среднесрочной перспективе этого не предвидится».

«Главный вопрос – надежность расчетов, – добавил Марк Гойхман. – Любые перспективные модели проверяются только на практике. Поэтому саму новацию Сбербанка пока рано оценивать практически».

РБК, 16.07.2019 г.

Приведенный пример еще раз подчеркивает значимость развития аналитической функции и построения полноценной «аналитической фабрики» на базе современной финансовой службы.

Глава 2

Анализ ликвидности и финансовой устойчивости: почему деньги есть, а состояние не очень?

2.1. Исследуем корректность структуры баланса: от анализа статей до построения матрицы фондирования и проведения GAP-анализа. Практика использования матрицы фондирования для контроля средств овердрафта

Отличительной чертой надежной и устойчивой компании является ее способность отвечать по своим обязательствам вовремя и в полном объеме. При этом независимо от стадии жизненного цикла, на которой находится компания, менеджмент вынужден решать задачу определения оптимального уровня ликвидности, поскольку, с одной стороны, недостаточная ликвидность активов может привести к неплатежеспособности и даже банкротству, а с другой – избыток ликвидности может привести к снижению рентабельности. В силу этого современная практика требует появления все более совершенных процедур проведения анализа и диагностики состояния ликвидности.

Оценку возможных проблем с ликвидностью можно проводить с двух позиций:

- представляя ликвидность как «запас», т. е. оценивать достаточность накопленных активов для покрытия имеющихся обязательств;
- представляя ликвидность как «поток», т. е. оценивать достаточность притоков денежных средств для покрытия оттоков (проведения необходимых платежей).

В первом случае для оценки состояния ликвидности используют GAP-анализ, изучают соотношение между различными группами активов и пассивов методом коэффициентного анализа, строя уравнение ликвидного баланса и матрицу фондирования.

Во втором случае проводят оценку кассовых разрывов, определяют величину минимального остатка денежных средств, который необходимо поддерживать компании. О наличии проблем с ликвидностью будут свидетельствовать фактические значения, близкие к найденному значению минимального остатка или даже меньшие.

Рассмотрим особенности оценки проблем с ликвидностью с точки зрения представления ликвидности как «запаса». В общем виде этот процесс и применяемые инструменты представлены на рис. 2.1.

Вопросы оценки сбалансированности активов и пассивов являются частым объектом внимания со стороны экспертного сообщества. Ликвидность баланса (традиционная формулировка, используемая в рамках оценки сбалансированности активов и пассивов) определяется как степень покрытия обязательств компании ее активами, срок превращения которых в денежные средства соответствует сроку погашения обязательств.

При этом необходимо отметить, что среди экспертов в области проблем финансового анализа единой точки зрения относительно элементного состава данных групп, даже с учетом изменения форм финансовой отчетности, не существует.

На мой взгляд, наиболее обоснованной является группировка активов и пассивов компании, представленная в табл. 3.

В процессе анализа наиболее срочные обязательства сопоставляются с активами, обладающими максимальной ликвидностью. При этом на практике зачастую встречается ситуация, при которой часть срочных обязательств остается непокрытой. В таком случае она покрывается менее ликвидными активами – дебиторской задолженностью компаний с устойчивым финансовым положением, легко реализуемыми запасами товарно-материальных ценностей и другими оборотными активами, которые применительно к конкретной компании могут быть признаны высоколиквидными.

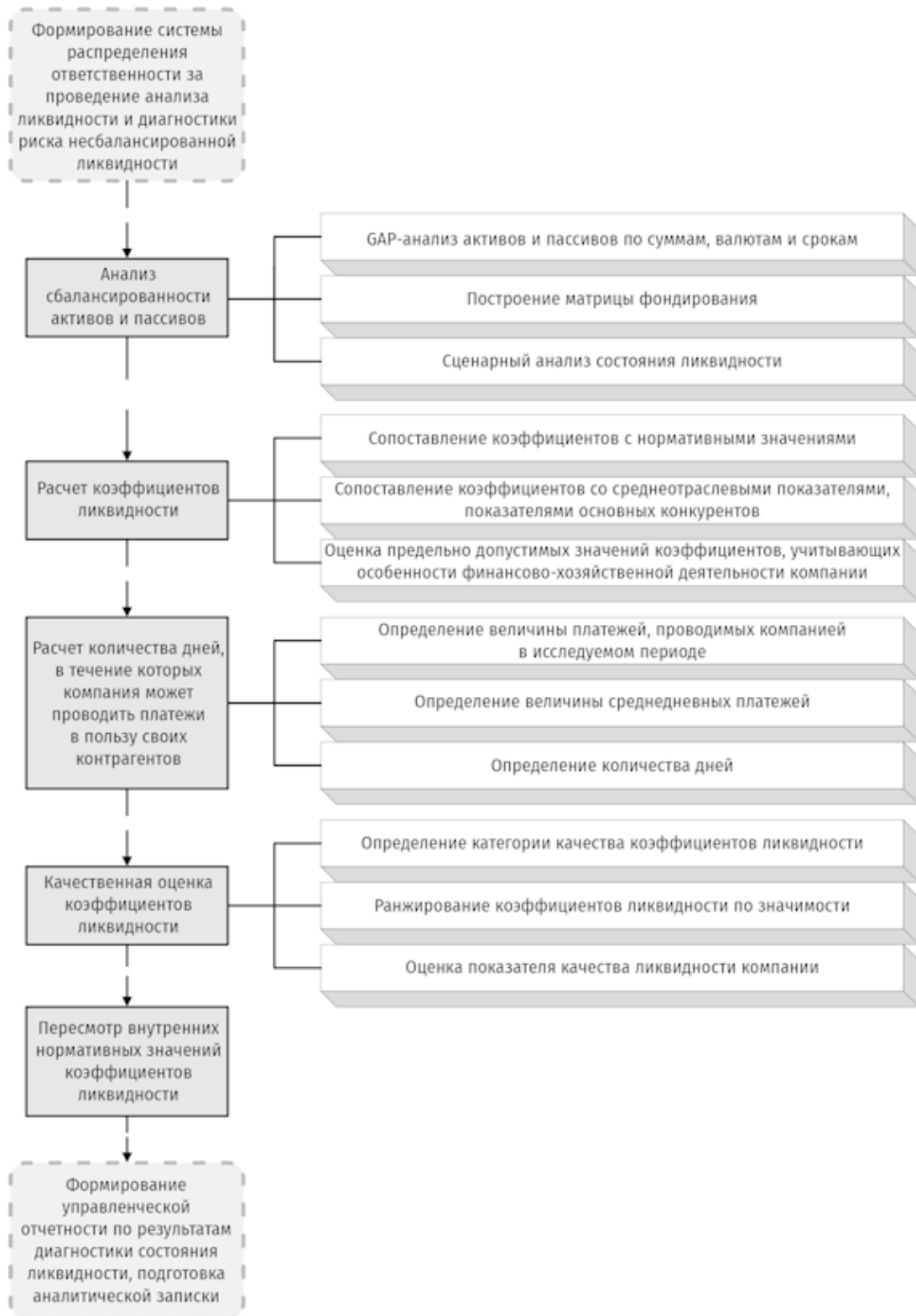


Рис. 2.1. Процесс анализа состояния ликвидности компании

Таблица 3. Группировка активов и пассивов для оценки ликвидности баланса компании

Группа активов	Группа пассивов
Наиболее ликвидные активы (А1): денежные средства и денежные эквиваленты	Наиболее срочные обязательства (П1): кредиторская задолженность
Быстрореализуемые активы (А2): краткосрочная дебиторская задолженность* + краткосрочные финансовые вложения	Краткосрочные пассивы (П2): краткосрочные заемные средств (кредиты банков и прочие займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев) + краткосрочные оценочные обязательства + прочие краткосрочные обязательства
Медленнореализуемые активы (А3): запасы + НДС по приобретенным ценностям + прочие оборотные активы	Долгосрочные пассивы (П3): долгосрочные обязательства (итог по разделу IV бухгалтерского баланса)
Труднореализуемые активы (А4): долгосрочная дебиторская задолженность** + внеоборотные активы	Постоянные пассивы (П4): капитал и резервы (итог по разделу III бухгалтерского баланса) + доходы будущих периодов + резервы предстоящих расходов

* В бухгалтерском балансе дебиторская задолженность представлена одной строкой в составе оборотных активов, поэтому в целях упрощения вся ее величина может быть отнесена к быстрореализуемым активам. Распределение дебиторской задолженности на краткосрочную и долгосрочную можно увидеть в приложении к бухгалтерскому балансу и в случае наличия долгосрочной задолженности отнести ее в состав труднореализуемых активов.

** При невозможности разделения дебиторской задолженности на краткосрочную и долгосрочную, например при проведении внешней аналитики, ее общую величину включают в состав быстрореализуемых активов.

Однако чем меньше ликвидность оставшихся в распоряжении компании активов, тем меньше ее возможности по адекватному покрытию обязательств.

Одним из наиболее ценных методов оценки сбалансированности активов и пассивов компании является анализ разрыва сроков исполнения обязательств и требований (GAP-анализ). Суть метода заключается в определении разности объемов активов и пассивов по каждой выделенной группе (табл. 4).

Таблица 4. Матрица GAP-анализа активов и пассивов компании

Показатели	Группы активов и пассивов			
	1-я группа	2-я группа	3-я группа	4-я группа
Активы	245 650	543 790	7 805 470	4 388 830
Пассивы	2 347 870	1 376 800	4 345 700	4 913 370
Показатели ликвидности				
Показатель избытка (дефицита) ликвидности по группе	-2 102 220	-833 010	3 459 770	-524 540
Показатель избытка (дефицита) ликвидности накопительным итогом	-2 102 220	-2 935 230	524 540	0
Коэффициент избытка (дефицита) ликвидности	-0,9	-2,1	0,1	0,0

Разрыв показывает степень несоответствия объемов активов и пассивов по срокам погашения. Если разрывы равняются нулю, то ликвидная позиция компании является закрытой. При этом риск потери ликвидности отсутствует, поскольку активов достаточно для погашения

пассивов. Если разрыв положительный, то существует риск несбалансированной ликвидности, приводящий к снижению рентабельности работы компании. Если разрыв отрицательный, то также существует риск несбалансированной ликвидности, однако следствием его являются возможная неплатежеспособность и банкротство компании.

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.