

## Финансовый анализ при оценке бизнеса

**Н.Н. Оводов**

Директор ООО «Независимая экспертиза»

Одной из основных стадий оценки бизнеса является проведение финансового анализа (ФА) оцениваемого предприятия.

Выводы, полученные в результате ФА, должны быть тем фундаментом, на основе которого возводится здание оценки, доказательной базой, подтверждающей выводы оценщика относительно определяемой стоимости предприятия.

Как методология оценки зависит от целей и функций оценки стоимости предприятия, так и методология проведения ФА, т. е. определение системы аналитических показателей и критериев сравнения, зависит от целей и функций оценки бизнеса<sup>1</sup>. В то же время в рамках определенной цели при проведении оценки бизнеса выбор конкретного метода оценки зависит и от результатов проведенного ФА.

Предлагаем рассмотреть основные, ключевые моменты методики проведения ФА при оценке бизнеса.

Финансовое состояние предприятия характеризуется обеспеченностью его финансовыми средствами, необходимыми для нормального функционирования, целесообразностью их размещения и эффективностью использования. Таким образом, при проведении ФА предприятия необходимо рассмотреть совокупность показателей, отражающих процесс формирования и использования его финансовых средств.

Финансовое состояние предприятия можно оценивать с точки зрения краткосрочной и долгосрочной перспектив. В первом случае критериями оценки являются ликвидность и платежеспособность предприятия. С позиции долгосрочной перспективы финансовое состояние характеризуется структурой источников средств и степенью зависимости предприятия от внешних источников финансирования.

При оценке бизнеса можно выделить следующие основные стороны хозяйственной деятельности предприятия, информация о которых влияет на величину определяемой стоимости:

- перспективы продолжительности функционирования предприятия;
- качество управления;
- рискованность ведения бизнеса;
- эффективность использования капитала.

Таким образом, основной целью проведения ФА является получение информации, позволяющей не только оценить финансовые риски и спрогнозировать уровень доходности капитала, но и рассмотреть резервы укрепления финансового состояния, повышения доходности и наращивания собственного капитала.

Основными и наиболее доступными источниками исходной информации для проведения ФА являются стандартные формы бухгалтерской отчетности: баланс (форма № 1), отчет о прибылях и убытках (форма № 2), отчет об изменениях капитала (форма № 3), отчет о движении денежных средств (форма № 4) и приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5).

<sup>1</sup> Наиболее важными показателями являются купля-продажа предприятия – платежеспособность, ликвидность активов, динамика рентабельности; реорганизация – деловая активность, структура капитала.

Баланс отражает состояние имущества, собственного капитала и обязательств на определенную дату.

Основное предназначение информации, представленной в отчете о прибылях и убытках, – характеристика масштабов доходобразующих поступлений и расходов, обусловленных использованием ресурсов организации. Показатели прибыли отражают эффективность делового оборота организации во всех существенных аспектах использования ресурсного потенциала организации.

Отчет об изменениях капитала отражает общее изменение размера капитала и его составляющих (уставного, добавочного, резервного, нераспределенной прибыли прошлых лет, целевого финансирования и поступлений), резервов предстоящих расходов, оценочных резервов в отчетном году. Четвертый раздел отчета позволяет проанализировать факторы, под влиянием которых произошло изменение капитала: за счет дополнительного выпуска акций или уменьшения их количества, уменьшения номинала акций; за счет переоценки активов; прироста имущества; реорганизации, а также других доходов и расходов.

Отчет о движении денежных средств содержит сведения о денежных потоках (поступление, выбытие) в процессе текущей инвестиционной и финансовой деятельности организации и остатки денежных средств на начало и конец отчетного периода.

Из приложения к бухгалтерскому балансу (форма № 5) можно получить дополнительную информацию для проведения аналитических исследований, в которых отражаются данные о движении заемных средств, кредиторской и дебиторской задолженностей, амортизируемом имуществе, источниках средств для финансирования инвестиций, финансовых вложениях, расходах по обычным видам деятельности, социальных показателях.

В рамках общепринятых подходов к оценке бизнеса результаты ФА позволяют ответить на следующие вопросы.

При использовании затратного подхода в зависимости от перспективы продолжения функционирования предприятия оценщиком определяется метод оценки: если имеются обоснованные сомнения относительно продолжения функционирования предприятия в будущем, то применяется метод ликвидационной стоимости, если сомнений относительно продолжения функционирования предприятия в будущем нет, применяется метод чистых активов.

Анализ ретроспективных отчетов о движении денежных средств дает возможность оценить величины денежного потока от основной деятельности предприятия по отчетным периодам. Это является отправной точкой для прогноза будущих денежных потоков, необходимых для оценки рыночной стоимости с использованием доходного подхода.

При использовании сравнительного подхода в рамках методов сделок и компании-аналога при выборе аналогов объекта оценки необходимо опираться на результаты ФА как объекта оценки, так и аналогов.

На основе обобщения теоретического материала возможно применение следующей методики ФА предприятия (рис. 2).

В основе логического построения предлагаемой методики лежат основополагающий принцип анализа «от общего к частному» и свойства финансового состояния предприятия, которое характеризуется обеспеченностью финансовыми средствами, целесообразностью их размещения и эффективностью использования.

Рассмотрим основные положения этой методики.

А. С точки зрения использования показателей, можно выделить следующие подходы, используемые для диагностики вероятности банкротства:

1) определение обширной системы критериев и признаков (рекомендации Комитета по обобщению практики аудирования (Великобритания);

2) использование ограниченного круга показателей (постановление Правительства Российской Федерации от 20.05.1994 № 498 «О некоторых мерах по реализации законода-

тельства о несостоятельности (банкротстве) предприятий»);

3) применение интегральных показателей, рассчитанных с помощью:

- скоринговых моделей (методика кредитного скоринга Д. Дюрана);
- многомерного рейтингового анализа (Метод рейтинговой оценки финансового состояния Р.С. Сайфулина, Г.Г. Кадыкова);
- мультипликативного дискриминантного анализа и других видов анализа (двухфакторные модели, модели Альтмана, Лиса, Таффлера, Фулмера, модель Спрингейта, четырехфакторная модель Иркутской государственной экономической академии и т. д.).

Все эти подходы имеют как достоинства, так и недостатки.

В рассматриваемом нами виде оценки наиболее оптимальным будет применение подхода на основе расчета интегральных показателей. Наиболее точные результаты можно достигнуть при использовании нескольких моделей интегральных показателей, рассчитанных с помощью разных методов.

Б. В модуле анализа источников формирования капитала можно выделить следующие направления:

- 1) анализ динамики и структуры совокупного капитала;
- 2) анализ динамики и структуры собственного капитала;
- 3) при оценке способности предприятия к самофинансированию и наращиванию собственного капитала наибольший интерес представляет факторный анализ темпа прироста собственного капитала, вызванный реинвестированием прибыли, т. к. реинвестирование прибыли способствует повышению финансовой устойчивости и снижению себестоимости капитала.

При этом используется следующая факторная модель:

$$Тпск = Rob \times Kob \times MK \times Dпр,$$

где  $Rob$  – рентабельность оборота совокупного капитала ( $\frac{ЧП}{B}$ );

$Kob$  – коэффициент оборачиваемости совокупного капитала ( $\frac{B}{K}$ );

$MK$  – коэффициент финансовой зависимости, характеризующий соотношение между заемным и собственным капиталом ( $\frac{\bar{K}}{СК}$ );

$Dпр$  – доля отчислений чистой прибыли на развитие производства, характеризует дивидендную политику предприятия ( $\frac{Пр}{ЧП}$ );

$ЧП$  – чистая прибыль;

$B$  – выручка от всех видов деятельности;

$\bar{K}$  – среднегодовая сумма совокупного капитала;

$СК$  – среднегодовая сумма собственного капитала;

$Пр$  – прибыль, направленная на развитие производства.

При этом факторы  $Rob$  и  $Kob$  отражают действие тактической финансовой политики, а факторы  $MK$  и  $Dпр$  – действие стратегической финансовой политики.

В связи с тем, что факторы достаточно сильно влияют друг на друга, наиболее точный результат получится при интегральном методе оценки факторных влияний;

4) следующим направлением в этом модуле является анализ динамики и структуры заемного капитала;

5) при анализе кредиторской задолженности, кроме анализа динамики и структуры, не-

обходимо рассмотреть качественные характеристики кредиторской задолженности:

- долю просроченной кредиторской задолженности;
- среднюю продолжительность использования кредиторской задолженности в обороте

предприятия:  $ПКрЗ = \frac{\overline{КрЗ}}{КрЗп} \times T$ ,

где  $\overline{КрЗ}$  – средние остатки кредиторской задолженности за отчетный период;

$T$  – продолжительность анализируемого периода в днях;

$КрЗп$  – сумма погашенной кредиторской задолженности в течении анализируемого периода.

В. При анализе имущественного положения можно выделить следующие направления:

- 1) анализ динамики и структуры активов предприятия;
- 2) анализ производственного потенциала. Одним из показателей качества активов является производственный потенциал предприятия, который включает:

- основные средства;
- производственные запасы (сумма строк 211 и 214 баланса);
- незавершенное производство (строка 213 баланса).

При анализе производственного потенциала необходимо рассмотреть динамику и структуру, а также долю производственного потенциала в общем имуществе предприятия;

3) анализ оборотных активов. Анализируя структуру оборотных активов, следует обратить внимание на то, что устойчивость финансового состояния в значительной мере зависит от оптимального размещения средств. Оптимальным принято считать следующее соотношение в структуре оборотных активов:

- 10 % – денежные средства;
- 20–30 % – дебиторская задолженность;
- 60–70 % – запасы.

Кроме этого, также можно рассмотреть структуру оборотных активов со следующих позиций:

- по характеру участия в производственном процессе:
  - оборотные активы в сфере производства (запасы за вычетом готовой и отгруженной продукции);
  - оборотные активы в сфере обращения (готовая и отгруженная продукция, налог на добавленную стоимость, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные средства);
- по степени риска вложения капитала:
  - с минимальным риском (краткосрочные финансовые вложения, денежные средства);
  - со средним риском ( дебиторская задолженность за вычетом сомнительных долгов, неликвидных запасов и неликвидной готовой продукции);
  - с высоким риском (сомнительная дебиторская задолженность, неликвидные запасы и неликвидная готовая продукция);

4) анализ дебиторской задолженности. Значительное влияние на финансовое состояние предприятия оказывает увеличение или уменьшение дебиторской задолженности. Резкое увеличение дебиторской задолженности и ее доли в оборотных активах может означать:

- неосмотрительную кредитную политику по отношению к покупателям;
- увеличение объема продаж;
- неплатежеспособность части покупателей.

Сокращение дебиторской задолженности приносит положительный эффект, если это связано с сокращением периода ее погашения, а не с уменьшением отгрузки готовой продукции.

С точки зрения качества, необходимо рассмотреть величину просроченной дебиторской задолженности, ее динамику. Просроченная дебиторская задолженность приводит к за-

медленному оборачиваемости капитала и вследствие этого создает недостаток финансовых ресурсов.

При анализе дебиторской задолженности также необходимо сравнить сумму дебиторской и кредиторской задолженностей, т. к. от своевременности расчетов дебиторов зависит и своевременность расчетов с должниками. Если дебиторская задолженность превышает кредиторскую, то это свидетельствует об иммобилизации собственного капитала в дебиторскую задолженность. Также сравниваются продолжительность использования кредиторской задолженности и продолжительность погашения дебиторской задолженности.

Продолжительность погашения дебиторской задолженности:

$$ПДбЗ = \frac{\overline{ДбЗ}}{СДбЗ} \times T,$$

где  $T$  – продолжительность периода в днях;

$\overline{ДбЗ}$  – средние остатки дебиторской задолженности за отчетный период;

$ПДбЗ$  – сумма полученной дебиторской задолженности за отчетный период.

Г. Финансовая устойчивость характеризует финансовое состояние предприятия в долгосрочной перспективе.

Финансовая устойчивость может оцениваться:

- 1) с точки зрения обеспеченности запасов источниками финансирования;
- 2) с точки зрения структуры совокупного капитала.

1. В зависимости от источников финансирования запасов можно с большей долей вероятности определить тип финансового состояния предприятия.

Для определения типа финансового состояния предприятия рассчитываются следующие показатели:

- собственные оборотные средства:

$$СОС = \text{Стр.490(ф.1)} + \text{Стр.640(ф.1)} + \text{Стр.650(ф.1)} - \text{Стр.190(ф.1)} ;$$

- долгосрочные источники формирования запасов:

$$ДИФЗ = СОС + \text{Стр.590(ф.1)} ;$$

- общая сумма формирования запасов:

$$ОИФЗ = ДИФЗ + \text{Стр.610(ф.1)} ;$$

- запасы:

$$З = \text{Стр.210(ф.1)} + \text{Стр.220(ф.1)} .$$

Существуют следующие типы финансового состояния предприятия:

а) абсолютной финансовой устойчивостью характеризуется предприятие, запасы которого финансируются за счет собственных оборотных средств, т. е. выполняется следующее неравенство:

$$СОС - З > 0;$$

б) предприятие имеет нормальную финансовую устойчивость, если для формирования его запасов привлекаются долгосрочные заемные средства:

$$\left. \begin{array}{l} СОС - З < 0 \\ ДИФЗ - З > 0 \end{array} \right\};$$

в) если для формирования запасов привлекаются и краткосрочные заемные средства, то финансовое состояние становится неустойчивым:

$$\left. \begin{array}{l} СОС - З < 0 \\ ДИФЗ - З < 0 \\ ОИФЗ - З > 0 \end{array} \right\};$$

г) предприятие находится в кризисном финансовом состоянии (на грани банкротства), если для формирования запасов используется кредиторская задолженность:

$$\left. \begin{array}{l} СОС - З < 0 \\ ДИФЗ - З < 0 \\ ОИФЗ - З < 0 \end{array} \right\}.$$

2. С точки зрения структуры совокупного капитала, наиболее полно финансовая устойчивость может быть раскрыта путем изучения соотношений структурных составляющих имущества предприятия и структурных составляющих совокупного капитала. Оптимальными считаются следующие соотношения:

$$СК \geq (ВНА + 0,1 \times ОБА)$$

$$2 > \frac{ОБА}{КрЗ} > 1$$

$$ОБА = КрЗ + ДЗС + (СК - ВНА),$$

где *ВНА* – внеоборотные активы;  
*КрЗ* – кредиторская задолженность;  
*ОБА* – оборотные активы;  
*ДЗС* – долгосрочные заемные средства.

Графически это показано на рисунке 1.

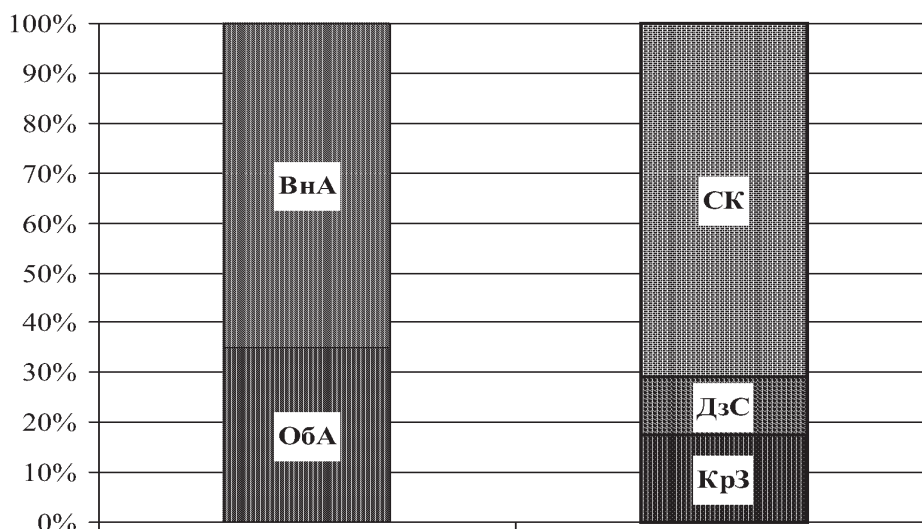


Рис. 1

Структуру совокупного капитала можно раскрыть через следующие коэффициенты:

- коэффициент автономии (финансовой независимости);
- коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами;
- коэффициент маневренности собственного капитала;
- коэффициент соотношения заемных и собственных средств (коэффициент финансового левериджа или коэффициент финансового риска).

Д. Оценку финансового состояния предприятия, с точки зрения краткосрочной перспективы, можно получить рассмотрев показатели ликвидности и платежеспособности.

Под ликвидностью понимается способность какого-либо актива трансформироваться в денежные средства, а степень ликвидности зависит от продолжительности этой трансформации. Чем короче период, тем выше ликвидность актива.

Основными признаками платежеспособности являются:

- наличие в достаточном объеме денежных средств;
- отсутствие просроченной кредиторской задолженности.

Здесь возможно применение следующих аналитических процедур:

- 1) анализ ликвидности баланса;
- 2) коэффициентный анализ ликвидности.

1. Анализ ликвидности баланса (активы группируются по срокам реализации: наиболее ликвидные активы; быстрореализуемые активы; медленно реализуемые активы; трудно-реализуемые активы, а обязательства группируются по срокам их погашения: наиболее срочные обязательства; краткосрочные обязательства; долгосрочные обязательства; постоянные пассивы) показывает абсолютные величины достаточности активов для погашения соответствующих обязательств. При этом соотношения наиболее ликвидных активов с наиболее срочными обязательствами и быстрореализуемых активов с краткосрочными обязательствами  $\left. \begin{matrix} A1 \geq П1 \\ A2 \geq П2 \end{matrix} \right\}$  характеризуют состояние текущей платежеспособности,

а соотношения медленно реализуемых активов с долгосрочными обязательствами и труднореализуемых активов с постоянными пассивами  $\left. \begin{matrix} A3 \geq П3 \\ A4 \leq П4 \end{matrix} \right\}$  характеризуют состояние перспективной платежеспособности. На основании этих соотношений можно сделать выводы о необходимости привлечения предприятием дополнительных денежных средств и сроках их привлечения.

2. Коэффициентный анализ ликвидности дает относительные величины и показывает степень погашения краткосрочных обязательств в зависимости от сроков ликвидности оборотных активов.

Е. В модуле анализа деловой активности и эффективности деятельности, кроме показателей рентабельности и оборачиваемости капитала, много информации можно получить через сопоставление темпов изменений основных показателей.

Оптимальным являются следующее их соотношение:

$$100\% < Tr^k < Tr^{выр} < Tr^{Прпр} < Tr^{Прдонал} < Tr^{ЧП},$$

где:  $Tr^k$  – темп роста совокупного капитала;

$Tr^{выр}$  – темп роста объема реализации;

$Tr^{Прпр}$  – темп роста прибыли от продаж;

$Tr^{Прдонал}$  – темп роста прибыли до налогообложения;

$Tr^{ЧП}$  – темп роста чистой прибыли.

С экономических позиций эти неравенства можно интерпретировать следующим образом:

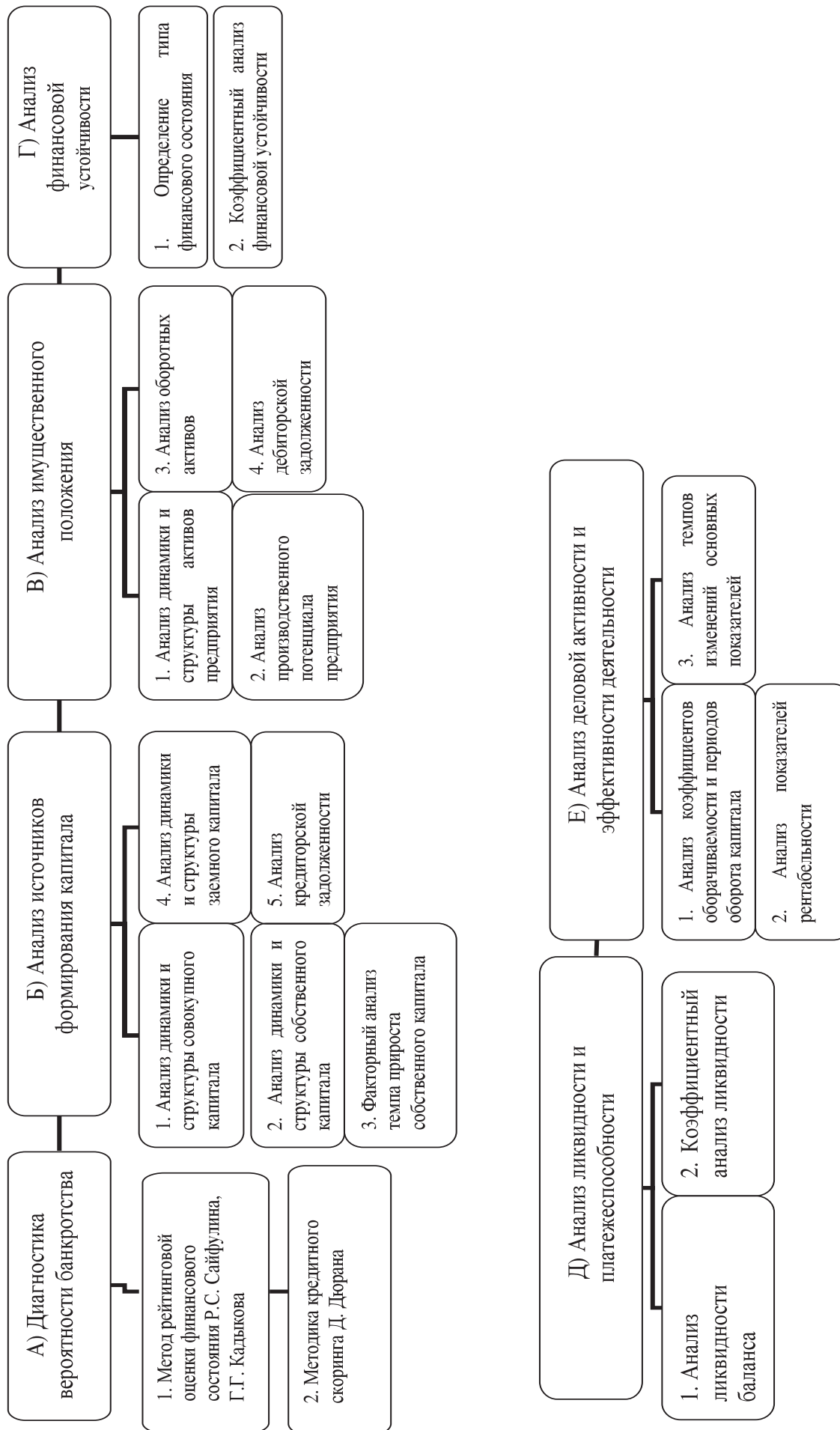


Рис. 2. Схема методики финансового анализа



$100\% < Tr^k$  означает рост экономического потенциала предприятия;  
 $Tr^k < Tr^{выр}$  означает более эффективное использование экономического потенциала;  
 $Tr^{выр} < Tr^{Прпр}$  означает относительное снижение издержек производства и реализации продукции;  
 $Tr^{Прпр} < Tr^{Прдонал}$  означает снижение издержек, не связанных с производством продукции;  
 $Tr^{Прдонал} < Tr^{ЧП}$  означает эффективное налоговое планирование.

\* \* \*

**\*Об осуществлении прав собственника имущества федерального государственного унитарного предприятия**

Постановлением Правительства Российской Федерации от 06.06.2003 № 333 «О реализации федеральными органами исполнительной власти полномочий по осуществлению прав собственника имущества федерального государственного унитарного предприятия» на Министерство имущественных отношений Российской Федерации (Минимущество России) возложено осуществление согласования сделок федерального государственного унитарного предприятия в отношении закрепленного за ним в хозяйственном ведении находящегося на территории Российской Федерации федерального недвижимого имущества (за исключением передачи его в аренду) и принадлежащих предприятию акций, вкладов (долей) в уставных (складочных) капиталах находящихся на территории Российской Федерации хозяйственных обществ и товариществ, а также решения предприятия о заключении договора простого товарищества при наличии документа о целесообразности совершения такой сделки (заключения договора), представляемого федеральным органом исполнительной власти, на который возложены координация и регулирование в соответствующей отрасли.

Если стоимость имущества превышает 150 млн рублей, согласование сделок с ним осуществляется Минимуществом России на основании решения Правительства Российской Федерации, Председателя Правительства Российской Федерации или решения, принимаемого по его поручению заместителем Председателя Правительства Российской Федерации.

Согласование решения предприятия об участии в коммерческих и некоммерческих организациях осуществляется Минимуществом России также на основании решения Правительства Российской Федерации, Председателя Правительства Российской Федерации или решения, принимаемого по его поручению заместителем Председателя Правительства Российской Федерации.

Механизм согласования сделок федерального государственного унитарного предприятия выглядит следующим образом. Предприятие вносит предложение о совершении сделок вместе с их обоснованием и необходимыми документами в Минимущество России и в федеральный орган исполнительной власти, на который возложены координация и регулирование в соответствующей отрасли. Минимущество России в течение месяца принимает решение о согласовании (отказе в согласовании) сделки либо представляет в установленном порядке соответствующие предложения и документы в Правительство Российской Федерации, о чем извещает в 5-дневный срок предприятие и федеральный орган исполнительной власти, на который возложены координация и регулирование в соответствующей отрасли.

Сделки по продаже имущества осуществляются путем продажи имущества на аукционе, организатором которого выступает предприятие или лицо, действующее на основании договора с предприятием. Аукцион проводится в соответствии с положениями законодательства о приватизации, регулируемыми продажу на аукционе государственного имущества и находящихся в государственной собственности акций открытых акционерных обществ.

Средства, полученные от продажи имущества, за вычетом связанных с его продажей затрат предприятия, которые определяются исходя из фактических затрат и не могут превышать 3 процентов от цены продажи имущества и его балансовой стоимости, подлежат перечислению в федеральный бюджет в течение 25 дней с даты оплаты имущества.

\* Использованы материалы сайта «КонсультантПлюс».