Реферат

По дисциплине: Финансовый анализ

На тему:

Практические аспекты использования результатов финансового анализа в оценке бизнеса

г. Москва – 2009 г.

ВВЕДЕНИЕ

С возникновением в России рыночных отношений, с принятием Законов «Об акционерных обществах», «О банкротстве» возросла роль финансовых консультантов, в том числе и оценщиков. Помимо случаев, когда проведение оценки является обязательной процедурой (при внесении вклада в уставный капитал, при выкупе у миноритарных акционеров и т.п.), множество ситуаций объективно требует помощи оценщика. Например, при кредитовании под залог какого-либо имущества работники залогового отдела банка основываются на рыночной стоимости, указанной в отчете оценщика, применяя к ней некий дисконт. Для проведения сделок купли-продажи часто требуется мнение независимого эксперта, в роли которого выступает оценщик. Кроме того, часто самому собственнику необходима независимая оценка для принятия управленческих решений в отношении имущества предприятия или пакетов акций (долей). Таким образом, ситуаций, когда менеджеры получают отчеты оценщика и знакомятся с ними, множество, поэтому для получения наибольшей выгоды важно уметь ориентироваться и правильно разбираться не только в тексте отчета, но и в самой процедуре оценки. Так, раздел отчета об оценке стоимости предприятия «Финансовый анализ деятельности», выполненный на основе внешней (бухгалтерская отчетность) и внутренней информации (справки, расшифровки, прогнозные данные, достижение плановых показателей по периодам), может быть полезен менеджерам компании с точки зрения анализа коэффициентов оборачиваемости, рентабельности, анализа денежных потоков в прошлом и будущем, с точки зрения сопоставлении со среднеотраслевыми тенденциями и значениями показателей и т.д. Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия осуществляется для достижения разных целей и задач, а его результатами могут воспользоваться многие группы потребителей:

\*руководству предприятия данные отчета могут пригодиться для принятия текущих и стратегических управленческих решений;

\*партнерам предприятия, потенциальным инвесторам, кредиторам и вкладчикам результаты анализа помогут составить объективное мнение о предприятии;

\*общественным организациям и обществу в целом отчет поможет определить степень полезности деятельности предприятия и т.д.

Во всех вышеперечисленных случаях анализ не является единственно возможным инструментом, однако представляет собой ту первую «ступеньку», с которой начинается достижение цели — эффективности и рентабельности деятельности.

При определении стоимости действующего предприятия, пакета акций или доли одной акции в составе определенного по величине пакета анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия проводится обязательно. Его задача в данном случае заключается в выявлении структуры и динамики деятельности, в определении имеющих место тенденций, в расчете и интерпретации финансовых коэффициентов, прогнозировании деятельности предприятия на перспективу. Грамотно проведенный финансовый анализ открывает перед аналитиком весь спектр событий и взаимосвязей, существующих на предприятии, позволяет выяснить, например, как скажется то или иное решение на рентабельности активов или оборачиваемости запасов; показывает имеющиеся предприятия резервы у, определяет факторы, которые положительно или отрицательно сказываются на его финансовом состоянии, помогает выработать и четко сформулировать рекомендации по улучшению дел на предприятии. При проведении оценки бизнеса результаты финансового анализа используются в трех подходах: доходном, сравнительном и затратном. Любой отчет об оценке стоимости предприятия обязательно содержит раздел «Финансовый анализ деятельности предприятия». Как правило, в начале такого раздела указываются источники информации, позволяющие сразу определить качество проведенного финансового анализа. Различают два типа финансового анализа:

К основным формам отчетности традиционно относят следующие: форма №1 «Баланс», форма №2 «Отчет о прибылях и убытках», форма №3 «Отчет о движении денежных средств», форма №4 «Отчет о движении капитала», форма №5 «Приложение к балансу», пояснительная записка к балансу. Можно получить гораздо больше информации, если в распоряжении оценщика есть данные управленческой (внутренней) отчетности, справки и постатейные расшифровки активов и пассивов предприятия, выручки, себестоимости, прочих доходов и расходов, бизнес-план. После составления списка источников информации для анализа обычно кратко описывается методика проведения финансового анализа, включающая, как правило, внутренний и внешний финансовый анализ.

ВНУТРЕННИЙ И ВНЕШНИЙ ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ

При оценке бизнеса всегда используют внутренний финансовый анализ, позволяющий выявить тенденции развития предприятия. Внутренний анализ, как правило, включает в себя три раздела:

\* горизонтальный, изучающий динамику активов и пассивов, доходов и расходов;

\* вертикальный, изучающий структуру баланса, отчета о прибылях и убытках;

\* коэффициентный финансовый анализ по пяти группам показателей:

> ликвидности и платежеспособности;

>финансовой устойчивости;

>оборачиваемости / деловой активности (характеризуют результаты и эффективность текущей производственной деятельности);

> рентабельности;

> инвестиционным показателям (рассчитываются в том случае, если акции предприятия имеют рыночные котировки, т.е. когда есть возможность определить рыночную стоимость собственного капитала предприятия).

По ряду коэффициентов (особенно это касается коэффициентов ликвидности и оборачиваемости) существуют так называемые нормативные или рекомендуемые значения. Однако не существует каких-то единых нормативных критериев для рассмотрения вышеназванных показателей, поскольку они зависят от многих факторов: отраслевой принадлежности предприятия, принципов кредитования, сложившейся структуры источников средств, оборачиваемости оборотных средств, репутации предприятия и др. В связи с этим такие показатели, как приемлемость значений коэффициентов, оценка их динамики направлений изменения, могут быть установлены только в результате пространственно-временных сопоставлений по группам родственных предприятий. В то же время следует признать и то, что существуют определенные границы, в которые должны укладываться или к которым должны по крайней мере стремиться значения расчетных показателей. Обычно подобные границы формируются на основе экономической логики деятельности предприятия.

Например, коэффициент покрытия (общий коэффициент покрытия) дает общую оценку ликвидности активов предприятия, показывая, сколько рублей текущих активов приходится на один рубль текущих обязательств. Значение показателя может значительно варьироваться по отраслям и видам деятельности, а его разумный рост в динамике обычно рассматривается как благоприятная тенденция. В западной учетно-аналитической практике приводится критическое нижнее значение показателя, равное двум, но это лишь ориентировочное значение, указывающее на порядок показателя, а не на его точное значение.

Чем объясняется нижнее пороговое значение?

Одна единица текущих активов идет на своевременное покрытие текущих пассивов: нужно расплатиться по краткосрочным кредитам, с персоналом, с бюджетом, с поставщиками и подрядчиками, с учредителями и т.д. Вторая единица текущих пассивов нужна для того, чтобы начать новый производственный цикл: закупить сырье, материалы и полуфабрикаты, авансировать дебиторов, иметь средства в кассе для осуществления текущих расчетов и т.д. Коэффициент быстрой ликвидности аналогичен коэффициенту покрытия, но исчисляется по более узкому кругу текущих активов, когда из расчета исключена наименее ликвидная их часть — производственные запасы. Логика такого исключения состоит не только в значительно меньшей ликвидности запасов, но, что гораздо более важно, и в том, что денежные средства, которые можно выручить в случае вынужденной реализации производственных запасов, могут быть существенно ниже затрат по их приобретению. Например, в условиях рыночной экономики типичной является ситуация, когда при ликвидации предприятия выручают 40% и менее от учетной стоимости запасов. В западной литературе приводится ориентировочное нижнее значение показателя 0,7–0,8 или даже 1, носящее условный характер. Необходимо обращать внимание на факторы, обуславливающие его изменение: если рост коэффициента быстрой ликвидности был связан в основном с ростом неопределенной дебиторской задолженности, то вряд ли это характеризует деятельность предприятия с положительной стороны. Коэффициент абсолютной ликвидности является наиболее жестким критерием ликвидности предприятия, он показывает ту часть краткосрочных заемных обязательств, которая может быть при необходимости погашена немедленно за счет высоколиквидных активов. Рекомендательная нижняя граница показателя, приводимая в западной литературе, равна 0,2–0,25. К наиболее ликвидным активам, которые легко могут быть превращены в денежные средства, традиционно относят «Денежные средства» (код строки в балансе 150) и «Краткосрочные финансовые вложения» (код строки в балансе 140). В отечественной практике фактические средние значения рассмотренных коэффициентов ликвидности, как правило, значительно ниже значений, встречающихся в западной экономической литературе. Разработка отраслевых нормативов этих коэффициентов — дело будущего, а на практике желательно проводить анализ динамики данных показателей, дополняя его сравнительным анализом доступных данных по предприятиям, имеющим аналогичную ориентацию своей хозяйственной деятельности.

Не следует рассматривать финансовые коэффициенты отдельно от общей картины состояния предприятия. Например, высокий показатель текущей ликвидности может свидетельствовать как о высоком уровне ликвидности, что является хорошим признаком, так и о слишком большом объеме наличности, что нельзя оценивать положительно, т.к. избыточная наличность часто представляет собой непродуктивный актив. Высокий коэффициент оборачиваемости основных средств может указывать как на эффективное использование предприятием своих активов, так и на невысокую рыночную капитализацию предприятия, а также невозможность приобретения им новых активов. В ряде случаев в рамках финансового анализа применяются также методы выявления неблагополучных предприятий — интегральные методы оценки (с расчетом единого показателя и с расчетом комплекса показателей). Цель данных дополнительных исследований — выявить близость вероятности банкротства предприятий, а также политику финансирования активов.

1. Метод оценки ликвидности баланса [6]. Данный метод заключается в сравнении средств по активу, сгруппированных по степени их ликвидности и расположенных в порядке ликвидности, с обязательствами по пассиву, сгруппированными по срокам их погашения и расположенными в порядке возрастания сроков.

В зависимости от степени ликвидности активы разделяются на группы:

\* А1 — наиболее ликвидные активы: денежные средства предприятия (наличные и на счетах) и краткосрочные финансовые вложения (ценные бумаги);

\* А2 — быстро реализуемые активы (дебиторская задолженность);

\* А3 — медленно реализуемые активы (запасы и затраты, долгосрочные финансовые вложения, расчеты с учредителями);

\* А4 — трудно реализуемые активы (основные средства, нематериальные активы, незавершенные капитальные вложения, оборудование к установке).

Пассивы баланса группируются по степени срочности их оплаты:

\* П1 — наиболее срочные пассивы (кредиторская задолженность);

\* П2 — краткосрочные пассивы (краткосрочные кредиты и займы);

\* П3 — долгосрочные пассивы (долгосрочные кредиты и займы);

\* П4 — постоянные пассивы (собственный капитал).

Для определения ликвидности баланса следует сопоставить итоги приведенных групп по активу и пассиву. Баланс считается абсолютно ликвидным, если выполняются в совокупности следующие условия:

А1 ≥ П1, А2 ≥ П2, А3 ≥ П3, А4 ≤ П4.

1. Модель Альтмана. Одним из наиболее распространенных методов интегральной оценки в зарубежной практике является модель Альтмана, позволяющая в первом приближении разделить предприятия на потенциальных банкротов и небанкротов. Она представляет собой функцию от показателей, характеризующих экономический потенциал предприятия и результаты его работы за истекший период. Самой простой из этих моделей является двухфакторная: выбираются всего два основных показателя, от которых зависит вероятность банкротства: коэффициент покрытия (характеризует ликвидность) и коэффициент финансовой зависимости (характеризует финансовую устойчивость). На основе данных западных аналитиков были выявлены весовые коэффициенты каждого из этих факторов.

Для США данная модель выглядит следующим образом:

Z = –0,3877 – 1,0736 х Кп + 0,0579 х Кфа, (1)

где Кп — коэффициент покрытия;

Кфа — коэффициент финансовой зависимости (доля заемных средств в общей величине пассивов).

Для предприятий, у которых индекс Z равен нулю, вероятность банкротства равна 50%. Если Z меньше нуля, то вероятность банкротства составляет менее 50% и далее снижается по мере уменьшения Z. Если Z больше нуля, то вероятность банкротства составляет более 50% и возрастает с ростом Z. Достоинства данной модели является ее простота, возможность ее применения в условиях ограниченного объема информации о предприятии. Недостатком модели Альтмана — то, что она не обеспечивает высокую точность прогнозирования банкротства, т.к. не учитывает влияния на финансовое состояние предприятия других важных показателей (рентабельности, отдачи активов, деловой активности предприятия). Ошибка прогноза с помощью двухфакторной модели оценивается интервалом Z в пределах от –0,65 до +0,65.

В отличие от западных российские предприятия функционируют в других условиях, что не позволяет автоматически переносить западные значения коэффициентов на российскую практику, поскольку недоступна подробная информация о финансовом состоянии отечественных предприятий-банкротов.

В западной практике пяти- и семифакторные модели Э. Альтмана нашли широкое применение.

Среди пятифакторных моделей существуют следующие типы:

\* для открытых акционерных обществ обрабатывающей промышленности, акции которых котируются на фондовой бирже;

\* для других предприятий обрабатывающей промышленности;

\* для предприятий сферы услуг.

Первый тип модели имеет следующий вид:

Z = 1,2 х Коб + 1,4 х Кнп + 3,3 х Кр + 0,6 х Кп + 1,0 х Ком, (2)

где Коб — доля собственного оборотного капитала в активах (отношение текущих активов к общей сумме активов, т.е. к валюте баланса);

Кнп — рентабельность активов (отношение нераспределенной прибыли2 к общей сумме активов);

Кр — уровень доходности активов (прибыль до выплаты процентов и налогов / все активы);

Кп — коэффициент покрытия по рыночной стоимости собственного капитала, т.е. отношение рыночной стоимости акционерного капитала к краткосрочным обязательствам3;

Ком — оборачиваемость активов (объем продаж / все активы).

В зависимости от значения индекса Z прогнозируется вероятность банкротства:

\*до 1,8 — очень высокая;

\*от 1,81 до 2,7 — высокая;

\*от 2,8 до 2,9 — возможная;

\*более 3,0 — очень низкая.

Достоинство данной модели заключается в том, что точность прогноза в перспективе одного года составляет 95%, в перспективе двух лет — до 83%. Недостатком модели является то, что ее по существу можно рассматривать лишь в отношении крупных компаний, котирующих свои акции на биржах.

Второй тип модели имеет следующий вид:

Z = 0,72 х Коб + 0,85 х Кнп + 3,11 х Кр + 0,42 х Кп + Ком. (3)

У показателя Кп в числителе собственный капитал берется по балансовой оценке.

Критериальные значения индекса Z здесь будут иные:

\*до 1,2 — вероятность банкротства очень высокая;

\*более 3,0 — вероятность банкротства очень низкая;

\*значение между 1,2 и 3,0 — «поле неопределенности», т.е. необходимо проведение дополнительных исследований.

Наконец, третий тип модели выглядит следующим образом:

Z = 6,56 х Коб + 3,26 х Кнп + 6,72 х Кр + 1,05 х Кп. (4)

Уровень угрозы банкротства предприятий сферы услуг оценивается по следующим показателям Z:

\* до 1,1 — вероятность банкротства очень высокая;

\*более 2,6 — вероятность банкротства очень низкая;

\*значение между 1,1 и 2,6 — «поле неопределенности», т.е. необходимо проведение дополнительных исследований.

Семифакторная модель позволяет прогнозировать банкротство на горизонте пяти лет с точностью до 70% и включает следующие показатели:

\*рентабельность активов;

\*изменчивость (динамику) прибыли;

\*коэффициент покрытия процентов по кредитам;

\* кумулятивную прибыльность;

\*коэффициент покрытия (ликвидности);

\*коэффициент автономии;

\*совокупные активы.

Достоинство этой модели — максимальная точность, однако ее применение затруднено из-за недостатка информации (требуются данные аналитического учета, которых зачастую нет во внешних показателях).

Несмотря на относительную простоту расчета оценки угрозы банкротства, необходимо уточнить, что модель Альтмана применима только для оценки западных компаний, да и то на определенном временном отрезке. Применительно к российским условиям вызывают сомнения как весовые коэффициенты (например, в первом типе модели уровень доходности активов более чем в пять раз превышает коэффициент со- отношения собственного капитала и всех обязательств), так и сами факторы модели. На российском предприятии может не быть собственного оборотного капитала, а также нераспределенной прибыли, и тогда показатели Коб и Кр будут или нулевыми, или отрицательными. Кроме того, иногда выручка от реализации (или ее часть), а соответственно, и прибыль до выплаты процентов и налогов поступает на предприятие не в денежном виде, что также затрудняет расчет.

Таким образом, если и применять модель Альтмана в анализе российских предприятий, то в формулы необходимо подставлять другие коэффициенты и веса, зависящие от российской специфики и временного периода применения (при построении своей модели Альтман исследовал 66 предприятий промышленности, половина которых обанкротилась в период 1946–1965 гг., поэтому весовые коэффициенты несколько устарели за это время, и вполне возможно, что их придется менять даже для оценки зарубежных компаний)

3. Коэффициент финансирования трудноликвидных активов

При расчете этого коэффициента определяется степень финансирования активов собственными и заемными средствами (при этом заемные средства разделяются на кредиты долгосрочного и краткосрочного привлечения). Уровень угрозы банкротства предприятия оценивается по определенной шкале. Этот метод отражает используемую предприятием политику финансирования активов: консервативную, умеренную, агрессивную и сверхагрессивную. В последнем случае очень высокая вероятность банкротства возникает в связи с тем, что общая сумма денежных активов, краткосрочных финансовых вложений и дебиторской задолженности предприятия не позволяет погасить его обязательства по текущей кредиторской задолженности по товарным операциям и внутренним расчетам (без учета необходимости возврата банковских ссуд).

Помимо перечисленных методик интегральной оценки можно еще упомянуть модель У. Бивера, комплекс Д. Фулмера и др. Кроме того, существуют аналогичные методики и модели отечественных ученых, основанные на расчете комплекса показателей и их дальнейшей интерпретации: методика рейтингового числа, шестифакторная математическая модель О.П. Зайцевой, интегральная балльная оценка финансовой устойчивости, рейтинговая оценка финансово-экономического состояния предприятия.

Модели Э. Альтмана и У. Бивера содержат значения весовых коэффициентов и пороговых значений комплексных и частных показателей, рассчитанные на основе иностранных (американских) аналитических данных 1960–1970-х гг. На сегодняшний день эти модели не в полной мере соответствуют современной экономической ситуации и организации бизнеса в России, системе бухгалтерского учета и налогового законодательства. Отсутствие на российском рынке агентств / институтов, занимающихся сбором и обработкой статистических материалов по предприятиям-банкротам, не дает возможности скорректировать / изменить весовые коэффициенты в моделях Альтмана и Бивера с учетом российских экономических условий, поэтому использование иностранных методик возможно, но с некой долей погрешности.

Таким образом, все применяемые иностранные методики интегральной оценки дают возможность определить некую вероятность приближения стадии кризиса предприятия. Выходом в данной ситуации является использование нескольких методик одновременно. Применяя сразу семь-восемь методик, можно рассчитывать, что пять-шесть из них укажут единое направление. Таким образом, можно определить текущее положение предприятия. Кроме того, следует учитывать и такой момент, как анализ в статике. Почти все перечисленные методики учитывают состояние показателей лишь на момент анализа, на определенную дату (как правило, это конец года или конец квартала), а динамику показателей во времени не рассматривают. Соответственно, методики не позволяют прогнозировать наступление фазы роста и других фаз жизненного цикла предприятия, что также является их существенным недостатком. Приемами внешнего финансового анализа является сравнение показателей предприятия со следующими параметрами:

\* со среднеотраслевыми показателями,

\* с показателями предприятий отрасли;

\* с показателями предприятий-аналогов.

Необходимо подчеркнуть, что отраслевой финансовый анализ, т.е. сопоставление со среднеотраслевыми показателями, показателями предприятий-аналогов, очень важен для определения места предприятия в отрасли и относительно ближайших конкурентов. Кроме того, возможно проведение сравнения показателей с нормативными (рекомендуемыми) значениями ряда финансовых коэффициентов, особенно это касается показателей ликвидности и частично показателей оборачиваемости.

Таким образом, уже на этапе финансового анализа закладывается база для проведения оценки в рамках трех подходов (доходного, сравнительного и затратного): составляется выборка, проводится анализ на сходность параметров — абсолютных показателей (выручки, суммарных активов и рассчитанных финансовых коэффициентов).

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Различают три подхода в оценке бизнеса:

\* доходный;

\* сравнительный;

\* затратный.

*Доходный подход*

Финансовый анализ показывает возможность проведения оценки предприятия в рамках доходного подхода. Не имеет смысла рассчитывать стоимость бизнеса через доходы и расходы, если возникают следующие ситуации:

\*деятельность предприятия неприбыльна в течение длительного периода;

\*присутствует отрицательная динамика рентабельности;

\*показатели «Чистые активы» и «Денежные потоки» являются отрицательными величинами;

\*интегральные методы оценки показывают высокую вероятность банкротства предприятия.

В этом случае, как правило, определяется ликвидационная стоимость в рамках затратного подхода.

Доходный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки [2].

Методы, используемые в рамках доходного подхода, можно разделить на две группы:

\* методы, основанные на пересчете будущих ежегодных доходов компании в текущую стоимость (дисконтирование доходов);

\*методы, базирующиеся на накоплении средней величины дохода (капитализация доходов).

Методы первой группы предполагают составление четкого прогноза динамики развития предприятия на ближайшие несколько лет (от трех до семи), т.е. до того момента, когда можно пренебречь колебаниями в темпах роста. Затем все спрогнозированные доходы дисконтируются — их будущая величина приводится к стоимости денег на дату проведения оценки. Капитализация предполагает, что в дальнейшем все доходы компании либо будут одного размера, либо будут иметь постоянную величину среднегодовых темпов роста. Данный метод ис- пользуется в оценке предприятий с относительно стабильными доходами, находящимися на стадии зрелости своего жизненного цикла, рынок сбыта которых устоялся и не претерпит значительных сдвигов в долгосрочной перспективе. С помощью горизонтального финансового анализа определяется нужный в каждом конкретном случае метод. Горизонтальный анализ заключается в построении одной или нескольких аналитических таблиц, в которых абсолютные балансовые показатели дополняются относительными темпами роста (снижения). Как правило, за основу берутся базисные темпы за несколько лет (смежных периодов), что позволяет анализировать изменение отдельных балансовых статей, а также прогнозировать их значения. Процесс финансового анализа дополняет, а иногда и предваряет нормализация ряда показателей отчетности. В первую очередь это касается доходообразующих показателей, прочих доходов и расходов, т.е. нормализация осуществляется при прогнозировании такого элемента денежного потока, как чистая прибыль. В данном случае экспертом-оценщиком по предоставленной бухгалтерией документации были исключены нетипичные виды прочих доходов и расходов за 2008 г. (штрафные санкции, списание задолженности, продажа и ликвидация основных средств), скорректировано общее сальдо. Далее представлен фрагмент вертикального финансового анализа — определение доли общего сальдо в каком-либо показателе прибыли. После этих действий оценщик принимает решение, как прогнозировать величину прочих доходов и расходов в течение прогнозного периода. Вариантов прогнозирования может быть несколько: постатейное, прогнозирование общим сальдо с корректировкой на индекс потребительских цен или как определенный процент от прибыли от реализации, если, например, в течение ряда лет данный показатель (после нормализации доходов и расходов) остается примерно на одном и том же уровне. На основе рассчитанных показателей рентабельности, результатов горизонтального и вертикального анализа и ретроспективной информации с помощью математического аппарата строятся тренды различных показателей (например, выручка, валовая прибыль, денежные потоки в целом). Тренды служат основой для выводов о судьбе предприятия в постпрогнозный период, а также помогают составить варианты (сценарии) развития предприятия. Важно не только рассчитывать финансовые соотношения, но и дополнять их анализом и математическим аппаратом усреднения. Так, например, логично применить не среднеарифметическую, а метод скользящей средней, если существует колебание показателей за ряд лет. Представим, что оценщик прогнозирует выручку по направлениям деятельности предприятия. Постановка внутреннего управленческого учета на предприятии позволяет провести прогноз себестоимости раздельно, тоже по направлениям деятельности. Поскольку выручка от прочей деятельности занимает незначительную величину в суммарной выручке предприятия, то оценщик принимает решение не выделять в данном случае элементы затрат, а провести расчет себестоимости единой строкой по ее доле в соответствующей части выручки.

За четыре года (2005–2008 гг.) оценщик определил отношение себестоимости от прочей деятельности к выручке от прочей деятельности.

Был получен диапазон от 61% до 89%. Желая нивелировать получившиеся различия, оценщик применяет метод скользящей средней. Таким образом, в прогнозном периоде 2009— 2012 гг. доля себестоимости в выручке колеблется уже от 67% до 73%.

При отсутствии информации о планируемых капитальных вложениях на предприятии в ближайшие годы оценщик может, опираясь на ранее проведенный финансовый анализ, рассчитать величину требуемых капитальных вложений в денежном выражении. Для этого прогнозируется величина первоначальной стоимости основных средств, выявляется увеличение основных средств (как вариант — через прогнозирование процента поступления основных средств за период, год), прогнозируется величина первоначальной стоимости нематериальных активов и выявляется ее прирост по годам. В ходе финансового анализа, как правило, рассчитывается эффективная (предельная) ставка налога на прибыль, т.е. определяется отношение уплаченного за определенный период (год) налога на прибыль к величине прибыли до налогообложения. Величина такой эффективной ставки обычно редко совпадает с закрепленной законодательством налоговой ставкой (20%). Расчетное значение может колебаться от 16% до 24–25%, что связано со сложившейся практикой уплаты налога на прибыль, а также с льготами по налогообложению конкретного предприятия. При расчете стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков прогнозное значение налога на прибыль исчисляют с помощью средней за ряд лет эффективной налоговой ставки, принимая ее за относительно постоянную величину. Это дает более точную картину при определении чистой прибыли как одного из окончательных элементов денежного потока. С помощью коэффициента оборачиваемости собственного оборотного капитала (СОК) определяется эффективность использования текущих активов. Высокое значение данного коэффициента свидетельствует об эффективном использовании текущих активов, быстрой оборачиваемости дебиторской задолженности и запасов. В то же время повышение значения коэффициента связано с риском краткосрочной неплатежеспособности. Если объем реализации растет и при этом период сбора дебиторской задолженности и оборачиваемость запасов не меняются, то собственный оборотный капитал должен увеличиваться. При стабильной финансовой устойчивости организации должна увеличиваться в динамике доля собственного оборотного капитала, темп роста собственного капитала должен быть выше темпа роста заемного капитала, а темпы роста дебиторской и кредиторской задолженности должны уравновешивать друг друга. При прогнозировании такого элемента денежного потока, как изменение собственного оборотного капитала, первоначально определяется доля СОК в выручке по отчетности самого предприятия (некоторые оценщики называют это соотношение «коэффициент закрепления»), которую затем обязательно сравнивают со среднеотраслевым значением. Таким образом, рассчитанное ранее в составе коэффициентного финансового анализа соотношение напрямую используется при построении денежных потоков. В случае если принято решение прогнозировать СОК постатейно, через расчет оборачиваемости всех статей, входящих в него, оценщик также опирается на результаты финансового анализа (в части того же коэффициентного анализа), а именно на оборачиваемость таких статей, как «Запасы», «НДС», «Дебиторская задолженность», «Кредиторская задолженность».

Оценщик анализирует данные показатели за ряд прошлых лет, принимает решение об уровне соответствующего коэффициента оборачиваемости, который будет взят для всего прогнозного периода. Далее составляется небольшой прогнозный баланс в части оборотного капитала, рассчитывается значение СОК и его изменение по годам прогнозного периода. Роль финансового анализа заключается и в проверке полученных оценщиком прогнозных значений показателей, а также соотношений на «здравый смысл». Часто нелишним бывает сопоставить, например, долю себестоимости в выручке — в среднем за три года, предшествующих прогнозному периоду, с аналогичным соотношением по годам прогнозного периода. Если получились значительные расхождения, то необходимо проанализировать причины, убедившись, что не было допущено ни логических, ни технических ошибок. Помимо расчета показателей и элементов денежного потока результаты финансового анализа применяются и при расчете ставки дисконтирования.

Определив финансовую структуру предприятия в ретроспективе, оценщик сопоставляет ее со среднерыночным уровнем и принимает решение, какие данные (по рынку или по самому предприятию) использовать при расчете средневзвешенной стоимости капитала. Если предпочтение оказывается среднерыночному соотношению, то необходимо предусмотреть постепенность наращивания доли заемных средств, т.е. оценщику приходится использовать плавающую ставку дисконтирования. Если же оценщик применяет денежный поток для собственного капитала и рассчитывает ставку дисконтирования по модели кумулятивного построения, то здесь ему необходимо ориентироваться на то, какие показатели в большей степени отражают риск (риск финансовой структуры, риск рентабельности, риск диверсификации и т.д.).

Значения финансовых показателей, в наибольшей степени отражающих указанные риски, берутся из коэффициентного финансового анализа. Далее оценщик определяет премии за риск, опираясь на допущения о принадлежности среднего уровня рискового диапазона к медианному или среднеотраслевому / среднему по сопоставимым предприятиям отрасли показателю, вычисляя «место» риска по показателю предприятия, стоимость которого оценивается (фрагмент отраслевого финансового анализа).

*Сравнительный подход*

Сравнительный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на сравнении объекта оценки с аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом-аналогом для целей оценки признается объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость [2]. В процессе поиска аналогов существует первичная и вторичная выборка. Первичная выборка — это поиск аналогов в соответствии со спецификой оцениваемого предприятия, подбор наиболее близких аналогов по критериям сопоставимости с объектом оценки. Вторичная выборка — это скорректированная первичная выборка.

Сфера применения приемов и результатов финансового анализа в сравнительном подходе к оценке не так широка, как в доходном. Можно выделить два очевидных направления.

1. Финансовый анализ позволяет выявить из первичной выборки предприятий-аналогов те предприятия, которые в большей степени сопоставимы с предприятием — объектом оценки, с которым сравниваются все финансовые соотношения и коэффициенты.

Проводимое оценщиком сравнение и составление вторичной выборки должно быть обосновано расчетами. Для обеспечения достоверности результатов оценщик должен обеспечить презентативность выбора аналогов объекта оценки и другой используемой информации. В случае выбора предприятия-аналога, принадлежащего к другой отрасли, оценщик должен обосновать свой выбор, подтверждая аналогичность сравниваемых предприятий коэффициентами.

2. При проведении финансового анализа рассчитываются мультипликаторы5, с помощью которых впоследствии определяется стоимость предприятия — объекта оценки и вносятся необходимые корректировки. Корректировки ценовых мультипликаторов, учитывающих взаимосвязь между ценами сделок и финансовыми или производственными показателями, осуществляются с помощью финансовых коэффициентов, которые демонстрируют наличие наибольшей взаимосвязи с базой мультипликатора.

*Затратный подход*

Затратный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний. Затратами на воспроизводство объекта оценки являются затраты, необходимые для создания точной копии объекта оценки с использованием применявшихся при создании объекта оценки материалов и технологий. Затратами на замещение объекта оценки являются затраты, необходимые для создания аналогичного объекта с использованием материалов и технологий, применяющихся на дату оценки [2]. Оценка бизнеса затратным подходом осуществляется на основании величины тех активов и обязательств, которые приобрело предприятие за период своего функционирования на основе принципа замещения. Вертикальный анализ позволяет увидеть удельный вес каждой статьи баланса в его общем итоге, что помогает отслеживать и прогнозировать структурные изменения в составе активов и их источников покрытия. Если не рассматривать в рамках затратного подхода оценку дочерних и зависимых обществ (отдельную оценку бизнеса), а сосредоточиться именно на определении стоимости всех остальных статей активов и пассивов, участвующих в расчетах по методу чистых активов, то при определении прямой взаимосвязи финансового анализа и расчетов по затратному подходу речь пойдет в первую очередь о массовой оценке запасов, дебиторской и кредиторской задолженности.

Для корректировки стоимости данных видов оборотных активов с учетом стоимости денег во времени используют коэффициенты оборачиваемости рассматриваемых статей. Перед этим в соответствии с предоставленными расшифровками эксперт-оценщик анализирует состав и структуру запасов дебиторской задолженности. На этапе финансового анализа производятся нормализующие корректировки: из состава запасов исключаются неликвидные, а в составе дебиторской задолженности выявляются задолженности, невозможные ко взысканию. Далее проводится корректировка статей с учетом их среднегодовой оборачиваемости, которая была определена с помощью коэффициентного финансового анализа.

На основе среднегодовой оборачиваемости определяются сроки возврата изъятых из оборота средств. Дисконтирование, как правило, проводится по ставке, которая приносит инвестору наименьшую по риску доходность (безрисковая ставка). Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности показывает количество оборотов дебиторской задолженности за год. Медленная оборачиваемость дебиторской задолженности ограничивает краткосрочную ликвидность компании, с другой стороны, короткий период сбора задолженности может указывать на кредитную политику, ограничивающую продажи, а также отражает вероятность возврата кредита и возможность расплаты с кредиторами. Чем выше коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, тем быстрее предприятие рассчитывается со своими поставщиками и реализует свою продукцию. Снижение оборачиваемости может означать как проблемы с оплатой счетов, так и более эффективную организацию взаимоотношений с поставщиками, обеспечивающую более выгодный, отлаженный график платежей и использующую кредиторскую задолженность как источник получения дешевых финансовых ресурсов. Принято ориентироваться на рекомендуемые значения оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности в 35 дней: в соответствии со стандартным сроком расчетов, принятым на рынке, — в течение одного месяца плюс пять банковских рабочих дней для прохождения документов (счетов и платежек) в банках продавца и покупателя.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Финансовый анализ и оценка по своей сути максимально увязаны друг с другом: благодаря правильному, структурированному анализу оценщику проще обосновывать принимаемые им допущения и ограничения в ходе проведения оценки. Финансовый анализ характеризует состояние предприятия, которое, в свою очередь, определяет его конкурентоспособность, потенциал в деловом сотрудничестве, дает возможность судить о том, в какой степени гарантированы экономические интересы самого предприятия и его партнеров. Некоторые эксперты пользуются прикладными программами, проводящими финансовый анализ по определенным формам отчетности, когда в определенные ячейки заносятся данные из форм отчетности, а в итоге программа выдает стандартный текст — расшифровку коэффициентов, таблицы, графики, диаграммы. По мнению автора, этот вариант возможен, но исключительно как подготовительный этап к детальному исследованию, проводимому самим экспертом-оценщиком, потому что без расчета коэффициентов, без анализа состава и структуры активов невозможна дальнейшая оценка. Ошибку совершают те эксперты-оценщики, которые стараются максимально расширить финансовый анализ, использовав все возможные приемы и методики, не задумываясь о том, как полученные результаты будут использованы дальше, при расчетах стоимости в рамках трех подходов к оценке. В данной ситуации финансовый анализ не самодостаточен, не является самоцелью оценщика, а выступает одним из инструментов, служит базой, на которую опирается оценщик, обосновывая свою логику в расчетах по трем подходам к оценке.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ». — http://www.rg.ru/2006/08/01/ocenka-dok.html.
2. Федеральный стандарт оценки №1 от 20 июля 2007 г. №256 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки». — http://www.rg.ru/2007/09/04/otsenka-standart1-dok.html.
3. Федеральный стандарт оценки №3 от 20 июля 2007 г. №254 «Требования к отчету об оценке». — http://www.rg.ru/2007/09/04/otsenkastandart1- dok.html.
4. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 2000.
5. Финансовый менеджмент: теория и практика / Под ред. Е.С. Стояновой. — М.: Перспектива, 2000.
6. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа. — М.: Инфра-М, 1995.