

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	2
Глава 1. Теоретические подходы к управлению стоимостью антикризисного предприятия	6
1.1. Основные подходы к управлению стоимостью компании	6
1.2. Основные методы оценки стоимости компании и проблемы их применения в условиях России	17
1.3. Методики оценки деятельности компании на основе экономической добавленной стоимости и основные направления роста EVA	24
Глава 2. Оценка стоимости бизнеса компании ОАО «Косогорский металлургический завод»	37
2.1. Экономико-организационная характеристика предприятия	37
2.2. Диагностика финансового состояния	43
2.3. Общая оценка платежеспособности и вероятности банкротства	63
2.3.1 Оценка обеспеченности запасов и затрат источниками финансирования	63
2.3.2 Прогнозирование банкротства предприятия	66
2.4. Оценка бизнеса на основе экономической добавленной стоимости.	70
Глава 3. Мероприятия по повышению стоимости ОАО «Косогорский металлургический завод»	78
3.1. Анализ устойчивости экономического роста	78
3.2. Комплексная оценка эффективности хозяйственной деятельности	85
3.3. Определение ключевых финансовых факторов роста стоимости компании	88
Заключение	106
Список литературы	110
Приложения	114

Введение

Актуальность темы работы. Концепция управления предприятием, основанная на максимизации его стоимости (стоимости его имущества), как показала жизнь¹, является одной из самых эффективных, поскольку изменение стоимости предприятия за период, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию, связанную с его функционированием. Принимая то или иное управленческое решение, руководство предприятия должно соотносить последствия его влияния на деятельность предприятия, итоговым критерием которой является стоимость. Каждое управленческое решение взаимосвязано с множеством других, например, решения по финансированию взаимосвязаны с дивидендной политикой компании, решения по заемному финансированию с взаимоотношениями предприятия с поставщиками и клиентами, и т.д. При переходе России к рыночной экономике возникает проблема справедливого распределения благ между субъектами рынка. Одним из вариантов разрешения этой проблемы является адекватная оценка стоимости имущества предприятий и выявления факторов, воздействующих на их стоимость с тем, чтобы принятие новых управленческих решений вело к достижению поставленной цели – максимизации стоимости отдельных предприятий и, через это, к повышению благосостояния всего общества.

В системе мирового хозяйства, основанной на частной коммерческой инициативе, значение стоимости непрерывно возрастает по мере глобализации и информатизации экономики, роста взаимозависимости и взаимообусловленности хозяйственных решений, усложнения процессов производства. В рыночном хозяйстве стоимость регулирует процессы общественного производства на глобальном, национальном, региональном уровнях и на уровне хозяйствующего субъекта. Осознание законов,

¹ Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — М.: ЗАО «Олимп — Бизнес», 1999. стр.25-51.

направленности развития экономической системы и путей совершенствования системы хозяйствования становится необходимым для принятия управленческих решений на каждом уровне. Это предполагает глубокое понимание сущности стоимости, её функций в экономических системах, взаимосвязанных изменений, происходящих в материальной и стоимостной сферах экономики.

Вступление экономики России в рыночные отношения, открытие отечественного рынка для товаров зарубежных предприятий поставили большинство российских организаций в сложное финансовое и экономическое положение. Результатом этого явились рост неплатежеспособности и последующее банкротство организаций. В связи с этим перед руководством многих организаций, органами государственной и муниципальной власти встают задачи предотвратить кризисные явления и обеспечить устойчивое положение организаций, ибо банкротство одних организаций часто вызывает ухудшение финансового состояния (платежеспособности) многих других, порождая так называемый эффект домино.

Решение задач по предотвращению кризисных явлений или смягчения их влияния на результаты деятельности организаций возможно с помощью системы мер управления стоимостью компании. В связи с этим проблема управления организациями в таких условиях для России весьма актуальна.

Основной целью антикризисного управления организацией должно быть обеспечение в течение длительного периода ее конкурентного преимущества (или равновесия на рынке), которое позволит за счет реализации продукции получать достаточно денежных средств для оплаты всех обязательств, сохранения надежной финансовой устойчивости и дальнейшего развития производства.

Степень изученности проблемы. Среди классических работ теории финансов следует выделить труды Ф. Модильяни, М. Миллера, Э. Фама и У. Шарпа, С. Росса, Ш. Пратта. В настоящее время существует отдельная

проблема определения доходности собственного капитала для развивающихся рынков. Среди работ на эту тему можно выделить труды Д. Лессарда, С. Годфри, Р. Эспиноза, Х. Эстрада. Основные аспекты применения теории агентских отношений к финансовому управлению отражены в работах М. Дженсена, В. Меклинга. Основопологающие принципы концепции «Управление стоимостью фирмы» изложены в работах А. Раппапорта, Ж. Петти, а также Т. Коуплэнда, Т. Коллера и Д. Муррина.

Из трудов, посвященных концепции EVA, в первую очередь, следует отметить работу ее автора Б. Стюарта «The Quest For Value: a Guide for Senior Managers», а также книгу Д. Янга и С. О'Бирна «EVA and Value-Based Management: a Practical Guide to Implementation». Среди эмпирических работ, в которых рассматриваются результаты внедрения EVA на практике, стоит выделить работы С. Вивера, Г. Биддла и Р. Боуэна.

Все из перечисленных выше авторов изучали возможности использования концепции EVA в деятельности западных компаний. Накопленный преимущественно за рубежом опыт не всегда может быть применен в современных российских условиях. Так, например, распространенная за рубежом модель оценки капитальных вложений (CAPM – capital assets pricing model) практически не применима в России для оценки имущества ввиду отсутствия статистики по среднерыночной доходности акций. В связи с этим необходимо найти способы разрешения специфических проблем российской экономики переходного периода. В этом аспекте следует отметить работы российских специалистов по данной тематике – С.В. Валдайцева, А.Г. Грязновой, Н. Г. Данилочкиной, В. С. Ефремова, Н. Н. Тренева, В. Н. Лившица, М. А. Федотовой и др. Особого внимания в части управления стоимостью заслуживают работы И.А. Егерева и С. Мордашова.

Цель и задачи работы. Цель работы - исследование подходов к оценке и управлению стоимостью имущества предприятия и определение критериев принятия управленческих решений на основе применения концепции стоимости.

Поставленная цель определила следующие основные задачи исследования:

- Изучить существующие подходы к оценке стоимости предприятия;
- Выявить возможности экономической добавленной стоимости для финансового управления и определения результатов деятельности российской компании.
- определить особенности использования концепции экономической добавленной стоимости в российской компании ОАО «Косогорский металлургический завод»..

Объект исследования - процесс финансового управления компанией.

Предмет исследования - методы оценки стоимости имущества предприятия и их применение в управлении кризисным предприятием.

Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты, работы отечественных и зарубежных авторов, посвященные проблемам стоимостной оценки компаний, данные Госкомстата, финансовая отчетность и данные бухгалтерского учета ОАО «Косогорский металлургический завод»..

Глава 1. Теоретические подходы к управлению стоимостью антикризисного предприятия

1.1. Основные подходы к управлению стоимостью компании

В настоящее время концепция управления стоимостью компании принята экономическим сообществом в качестве ключевой управленческой парадигмы и получает все большее распространение на практике, в том числе в России. С развитием рынков капитала и других институтов рыночной экономики у российских компаний появляется возможность прямого привлечения акционерного капитала, а взаимоотношения с инвесторами выходят на качественно новый уровень.

На сегодняшний день появилась необходимость в выявлении таких показателей эффективности деятельности компании, которые бы надлежащим образом учитывали интересы и собственников, и менеджеров, и инвесторов. Именно показатели стоимости компании соответствуют данному критерию, поскольку позволяют учесть как доходность компании, которая важна для собственника, так и риски и альтернативные издержки инвестора².

Суть концепции управления стоимостью компании: управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании, а процесс принятия управленческих решений — сфокусирован на ключевых факторах стоимости.

Практической разработкой концепции управления стоимостью одними из первых стали заниматься А. Раппапорт и Дж. Штерн, которые продолжили исследования нобелевских лауреатов М. Миллера и Ф. Модильяни. Значительный вклад в развитие концепции управления стоимостью компании был внесен Б. Стюартом и консалтинговой компанией Stern Stewart & Co, основанной им в 80-х гг. XX в. и имеющей зарегистрированную торговую марку EVA.

² Управление стоимостью: Оценочные технологии в управлении предприятием: Учеб. пособие по специальности «Финансы и кредит» / В.В. Криворотов, О.В. Мезенцева. — М: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. с. 3.

Популяризации стоимостного подхода к управлению способствовали также разработки консалтинговой компании McKinsey и книга партнеров компании Т. Коупленда, Т. Колера и Дж. Муррина «Стоимость компаний: оценка и управление»³.

Концепция управления стоимостью советует отказаться от исключительно бухгалтерских критериев успешности функционирования компании и принимать во внимание наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов критерий — стоимость компании или вновь добавленную стоимость, что позволит принимать более обоснованные и оптимальные управленческие решения.

Управление стоимостью — это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости. Но управление стоимостью не должно сводиться к методологии стоимостной оценки. Его главная задача — наметить цели и пути изменения корпоративной культуры. Менеджера, ориентированного на стоимость, тонкости организационного поведения заботят не в меньшей мере, чем использование стоимости в качестве критерия эффективности и инструмента для принятия решений.

В настоящее время актуальность управления стоимостью компании все более возрастает в силу усиления конкурентной борьбы компаний за капитал инвесторов и акционеров. Кроме того, необходимость управления стоимостью компании продиктована современными требованиями к ведению бизнеса.

Управление стоимостью компании необходимо в равной степени и акционерам, и инвесторам, и менеджменту. Только эта цель — рост стоимости компании — является общей для всех участников деятельности компании и совпадает с их разнонаправленными интересами.

³ Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — М.: ЗАО «Олимп — Бизнес», 1999.

Концепция управления стоимостью основывается не на бухгалтерских показателях успешности деятельности компании. Во внимание принимается только один критерий, наиболее простой и понятный для собственников, инвесторов и менеджеров, — вновь добавленная стоимость.

Оценку бизнеса осуществляют с позиций трех подходов: доходного, затратного и сравнительного. При доходном подходе используются метод капитализации и метод дисконтирования денежных потоков. Оценка при сравнительном подходе осуществляется методом рынка капитала, методом сделок или методом отраслевых коэффициентов. При затратном подходе используются метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

Оценка стоимости бизнеса и организации как имущественного комплекса не является единственным направлением использования существующей методологии оценки. Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки ущерба от событий, влияющих на величину валового внутреннего продукта. Затратный подход при оценке бизнеса, в частности, может быть использован для повышения финансовой устойчивости организации. Исходной информацией для проведения оценки бизнеса любым из методов служат результаты анализа финансового состояния организации.

На данный момент существуют различные толкования понятия «стоимость компании», сформировано несколько направлений и подходов в области управления стоимостью компании, разработано немало способов измерения стоимости.

Стоимость — лучшая мера результатов деятельности компании, потому что ее оценка требует исчерпывающей информации. Оценка стоимости бизнеса базируется на ряде принципов, непосредственно связанных с эффективностью деятельности компании. Назначение принципов оценки бизнеса — отразить закономерные тенденции поведения субъектов рыночной экономики относительно бизнеса.

Несмотря на то, что существуют и другие показатели результатов деятельности компании, стоимость является наиболее всеобъемлющим. В отличие от других показателей стоимость не бывает краткосрочной. Прибыль в расчете на акцию и рентабельность акционерного капитала, как правило, отражают «близорукий» взгляд на вещи, так как в этих показателях закладывается информация в лучшем случае на несколько последующих лет.

Кроме того, такие показатели, как рентабельность акционерного (собственного) капитала и прибыль, ориентированы главным образом на управление бюджетом доходов и расходов и не отражают фактических объемов и сроков возникновения денежных потоков. Даже разница между рентабельностью инвестированного капитала и затратами на привлечение капитала, если она используется только для краткосрочных целей, может оказаться неудачным показателем, поскольку побуждает к недостаточному инвестированию («выжиманию соков» из предприятия ради увеличения рентабельности вложенного капитала).

Каждой компании приходится решать сложнейшую задачу — создавать стоимость, зарабатывая в долгосрочной перспективе прибыль, превышающую затраты на привлечение капитала.

Переход на стоимостные принципы управления предполагает, как и все нововведения, некоторую структурную перестройку, в частности:

- выбор приоритетов исходя из принципов создания стоимости;
- переориентацию систем планирования;
- изменение системы оценки результатов деятельности компании и систем материального поощрения;
- установление взаимоотношений с инвесторами на новой основе.

Безусловно, особенности российской деловой среды не могут не создавать определенных трудностей для внедрения концепции управления

стоимостью. Перечень препятствий, на взгляд И. В. Ивашковской⁴, следует начинать именно с внутренних характеристик российских компаний, определяющих их подходы к построению бизнеса. Первая группа проблем связана со сложившимися традициями анализа и управления. К факторам этого рода надо отнести следующие: неразвитость систем финансового планирования и разработки прогнозных данных; слабую взаимосвязь между финансовым и маркетинговым планированием; неадекватность систем внутреннего управленческого учета, не позволяющих или затрудняющих выделение данных по сегментам бизнеса, по отдельным уровням управления и центрам ответственности, по отдельным функциям бизнеса; нехватку культуры анализа бизнес-процессов. Острой проблемой является сильная приверженность бухгалтерскому мышлению, рассуждения профессиональных менеджеров о будущем компании в терминах объемов продаж и бухгалтерских прибылей, отвечающих уровню оперативного управления, неразвитость привычки и вкуса к стратегическому управлению даже в традиционных его формах.

Вторая по значимости группа факторов уходит корнями в менталитет самих собственников. Слишком многим из них свойствен наивный, поверхностный взгляд на стоимость бизнеса как на механическую сумму стоимости активов либо как на текущую рыночную капитализацию компании открытого типа, присуще неумение осознать и признать значимость инвестиционной стоимости и для компании закрытого типа, а также отсутствие «видения или чувства стоимости», что выражается в непонимании сочетания и взаимодействия факторов, влияющих на стоимость.

Наконец, нужно выделить и еще одну группу сложностей, которые имеют внешний для компании характер и связаны со спецификой российского рынка капитала. Внедрение концепции управления стоимостью требует другого уровня аналитики — выходящей за рамки бухгалтерских данных, и

⁴ И. В. Ивашковская. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента № 4, 2004. С. 113–132.

вынуждает активно использовать данные рынка капитала для выявления экономической прибыли и стоимости. Финансовые модели, применяемые с этой целью на развитом рынке, в наших условиях особым образом корректируются. Однако важно подчеркнуть, что, несмотря на определенные сложности такого анализа, уже сегодня экономическая прибыль рассчитывается во многих российских подразделениях западных промышленных и финансовых компаний (весьма характерный пример — Siemens), культура управления стоимостью привносится западным собственником вопреки неразвитости рынка капитала (характерный пример этого рода — Allianz, пришедший в РОСНО и стремительно внедривший EVA в российских условиях). Наконец, западные финансово-аналитические агентства и инвестиционные компании проводят анализ портфеля российских акций для своих клиентов, рассчитывая EVA и CFROI по российским компаниям. Яркий пример такого применения концепции управления стоимостью дает Credit Suisse First Boston, использующий CFROI по методике HOLT для анализа тенденций и разработки стратегии инвестирования в акции «Газпрома», «ЛУКОЙла», «Норильского никеля», «МТС», «Мосэнерго», «Сбербанка», «Северстали», «Сибнефти», «Сургутнефтегаза», «Вымпелкома», «Аэрофлота»⁵.

Таким образом, готовность к внедрению концепции управления стоимостью в российских условиях, прежде всего, зависит от подготовленности внутреннего климата компании, а не от внешнего окружения. Независимо от типа организации компании, внедрение принципов и инструментов управления стоимостью обеспечивает компании серьезные преимущества, а именно:

- более тщательный стратегический анализ и выбор рыночной стратегии всей структуры и отдельных подразделений;

⁵ Дипиаза С., Экклз Р. Будущее корпоративной отчетности. Как вернуть доверие общества. М.: Альпина Паблишер. 2003. с. 8.

- возможность планирования собственной инвестиционной привлекательности;
- гибкость и системность инвестиционных решений;
- постоянный контроль за ролью компании на рынке капитала и ее рыночной мощностью с точки зрения участников данного рынка;
- особая устойчивость компании в операциях слияний и поглощений.

Управление стоимостью следует понимать как совокупность стоимостного мышления и управленческих процессов и систем, необходимых для перевода этого мышления на язык конкретных действий. Одной из этих составляющих явно недостаточно для успеха. Только в совокупности они могут принести заметный и устойчивый положительный результат.

Важную роль в управлении стоимостью играет глубокое понимание того, какие именно параметры деятельности фактически определяют стоимость бизнеса - ключевыми факторами стоимости. Знать их важно по двум причинам. Во-первых, организация не может работать непосредственно со стоимостью. Она вынуждена заниматься тем, на что способна влиять, например удовлетворением запросов потребителей, снижением себестоимости и т.д. Во-вторых, именно эти факторы стоимости помогают менеджерам высшего эшелона понять, что происходит на всех остальных уровнях организации, и донести до них свои планы и намерения. Особую роль играет понимание этих факторов в антикризисном управлении. Риск является неотъемлемой чертой любого бизнеса. Особенно рискованный характер имеет предпринимательская деятельность в современной России, где постоянно трансформируется внешняя среда предприятия. Однако в этих сложных условиях предприятие может не только выжить, но и достаточно успешно функционировать, в основном благодаря эффективной системе антикризисного управления.

Современная система антикризисного управления неотделима от стоимостной оценки, позволяющей своевременно предоставлять менеджерам

необходимую информацию о динамике стоимости как предприятия в целом, так и отдельных видов активов и обязательств.

С развитием рыночных отношений возрастает значимость оценки стоимости компании, в частности, в последнее время имеет место повышенное внимание к использованию оценки стоимости в целях антикризисного управления. Это сравнительно новое направление использования оценки стоимости, имеющее отличительные особенности, которые обусловлены спецификой антикризисного управления.

Антикризисное управление — это система взаимосвязанных методов и приемов управления предприятием, направленная на пред-упреждение или устранение неблагоприятных для бизнеса кризис-ных явлений. Антикризисное управление отличается от традиционных форм, методов и технологий менеджмента. Эти отличия объясняются основной целью антикризисного управления — обеспечением устойчивого положения предприятия на рынке в любой экономической, социальной и политической ситуации. В ходе антикризисного управления применяются такие методы, которые позволяют устранить временные финансовые затруднения и решить текущие проблемы фирмы. Главное в антикризисном управлении — своевременная и действенная реакция на существенные изменения внешней среды на основе заранее разработанных альтернативных программ. Антикризисное управление нацелено на то, что даже в сложной ситуации, в которой оказалось предприятие, даже на грани банкротства, можно было бы ввести в действие такие управленческие и финансовые механизмы, которые бы позволили выбраться из трудностей с наименьшими для предприятия потерями⁶.

Антикризисное управление включает в себя комплекс мероприятий от предварительной диагностики кризиса до методов по его устранению и

⁶ Макаров В. Л. Особенности оценочной деятельности применительно к условиям новой экономики. Учебник. -М., "Интерреклам", 2003 с. 429-432.

преодолению. В то же время оно непосредственно связано с арбитражным управлением и процедурами банкротства.

Оценивая рыночную стоимость предприятия, можно с достаточно высокой степенью точности определить, насколько успешно оно в своей деятельности. Так, например, увеличение рыночной стоимости предприятия означает, что предприятие находится на стадии роста, развивается производство, расширяется сбытовая сеть, предприятие осваивает новые рынки сбыта.

И напротив, снижение рыночной стоимости предприятия является главным индикатором неблагоприятного положения дел (предкризисного состояния, банкротства). В связи с этим принятие верных управленческих решений невозможно без информации о стоимости бизнеса.

Для проведения эффективной антикризисной политики управляющий в первую очередь должен определить стоимость кризисного предприятия, а также постоянно следить за ее дальнейшим изменением для определения эффективности применяемых инструментов управления.

Например, в условиях введения на предприятии процедуры внешнего управления необходимость оценки текущей стоимости предприятия и потенциального ее изменения в результате применения той или иной антикризисной стратегии возникает уже на стадии составления плана внешнего управления. В случае принятия неверных антикризисных решений у внешнего управляющего не будет возможности изменить стратегию, и в результате предприятие окажется на стадии конкурсного производства, а это в 95% случаев означает распродажу его активов и последующую ликвидацию. В этой связи управляющему, для того чтобы эффективно руководить кризисным предприятием, необходимо четко ориентироваться в используемых подходах и методах оценки.

Таким образом, одной из основных целей оценки предприятия в процессе антикризисного управления является получение информации о его

стоимости. Оценка бизнеса, проводимая при антикризисном управлении, выполняет ряд функций, а именно:

1. выступает критерием эффективности применяемых антикризисным управляющим мер;
2. служит исходной информацией для принятия определенных решений в ходе антикризисного (арбитражного) управления, в том числе:
 - для определения стоимости имущества, включаемого в конкурсную массу;
 - при передаче объектов недвижимости в аренду;
 - при определении налоговой базы для расчета налога на имущество;
 - при определении стоимости залога, необходимого для получения кредита; и т.д.

В этом случае оценка стоимости выступает в качестве инструмента антикризисного управления, применение которого позволяет получить объективную информацию о стоимости различных элементов управляемого предприятия. Данная информация необходима для внесения корректировок в разрабатываемую стратегию вывода предприятия из кризиса.

Следует отметить, что процедура банкротства (одна из форм антикризисного управления) накладывает определенный отпечаток как на процедуру оценки стоимости несостоятельного предприятия, так и на само понятие «оценка стоимости». В рамках антикризисного управления особое значение имеет оценка имущества должника, так как правильно определенная рыночная стоимость имущества, в свою очередь, позволяет с достаточной степенью достоверности оценить возможную выручку от реализации данного имущества.

Оценка имущества предприятия в целях антикризисного управления предполагает расчет различных видов стоимости, в том числе рыночной стоимости, стоимости при существующем использовании, ликвидационной и

утилизационной стоимости, инвестиционной, стоимости с ограниченным рынком. Таким образом, один и тот же объект в конкретный момент времени может быть оценен по-разному и иметь неодинаковую стоимость.

Так, например, величина рыночной стоимости действующего предприятия будет значительно отличаться от величины ликвидационной стоимости того же предприятия (если оцениваемое предприятие успешно функционирует на рынке). В первом случае стоимость компонентов предприятия определяется на основе их вклада в общий бизнес, т.е. предприятие оценивается как единое целое, потенциально прибыльное в будущем. Во втором случае происходит реализация отдельных видов активов (или имущественного комплекса) предприятия по цене значительно ниже рыночной, поскольку в большинстве случаев использование метода ликвидационной стоимости подразумевает продажу активов в сжатые сроки.

Антикризисное (арбитражное) управление, в силу своей специфики, ограничивает оценщиков в выборе некоторых видов стоимости⁷.

Балансовая и остаточная стоимости, в силу особенностей расчета (в основе их определения лежат только данные баланса), не показывают реальной стоимости предприятия (или отдельных активов) на рынке и не могут использоваться в качестве критерия эффективности антикризисного управления.

Рассчитывать стоимость воспроизводства или стоимость замещения представляется возможным, но не слишком целесообразным. Дело в том, что главной целью антикризисного (арбитражного) управления понимается эффективное управление существующим предприятием, а не строительство нового (данные виды стоимости широко используются в страховом бизнесе).

Обоснованная рыночная стоимость предприятия — один из самых широко используемых в оценочной практике, а также в антикризисном управлении видов стоимости, так как антикризисный управляющий (в

⁷ Макаров В. Л. Особенности оценочной деятельности применительно к условиям новой экономики. Учебник. -М., "Интерреклам", 2003 с. 434.

идеальном случае) должен начинать свою деятельность на кризисном предприятии с выяснения реальной рыночной стоимости данного имущественного комплекса в целом, а также с определения рыночной стоимости отдельных активов и пассивов предприятия.

1.2. Основные методы оценки стоимости компании и проблемы их применения в условиях России

Для определения рыночной или другого вида стоимости применяют специальные приемы и способы расчета, которые получили название методов оценки. Каждый метод оценки предполагает предварительный анализ определенной информационной базы и соответствующий алгоритм расчета. Все методы оценки позволяют определить стоимость бизнеса на конкретную дату и все методы являются рыночными, т.к. учитывают сложившуюся рыночную конъюнктуру, рыночные ожидания инвесторов, рыночные риски, сопряженные с оцениваемым бизнесом, и предполагаемую «реакцию» рынка при сделках купли-продажи с оцениваемым объектом.

В зависимости от факторов стоимости, являющихся основными переменными в алгоритмах, методы оценки подразделяются на методы доходного, сравнительного и затратного подхода. Каждый подход позволяет «уловить» определенные факторы стоимости. Так, при оценке с позиции доходного подхода, во главу угла ставится доход, как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом имеет значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Доходный подход — это определение текущей стоимости будущих доходов, которые, как ожидается, принесут использование и

возможная дальнейшая продажа собственности. В данном случае применяется оценочный принцип ожидания⁸.

Хотя, как правило, доходный поход является наиболее подходящей процедурой для оценки бизнеса, полезно бывает использовать также сравнительный и затратный подходы. В некоторых случаях затратный или сравнительный подходы могут быть более точными или более эффективными. Во многих случаях каждый из трех подходов может быть использован для проверки оценки стоимости, полученной другими подходами.

Сравнительный подход особенно полезен тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как, применяя данный подход, оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов. Эти данные включают: физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования. Действенность такого подхода снижается в случае, если сделок было мало, если момент их совершения и момент оценки разделяет продолжительный период времени; если рынок находится в неустойчивом состоянии, так как быстрые изменения на рынке приводят к искажению показателей. Сравнительный подход основан на применении принципа замещения. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты. Обычно между ними существуют различия, по этому необходимо провести соответствующую корректировку данных. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

Затратный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, а также нового строительства, для определения варианта наилучшего и наиболее эффективного использования земли, а также в целях страхования. Собираемая информация обычно включает данные о ценах на землю, строительные спецификации, данные об уровне зарплаты,

⁸ Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.

стоимости материалов, расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке и т.п. Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Данный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками или устаревших объектов.

Затратный подход основан на принципе замещения, принципе наилучшего и наиболее эффективного использования, сбалансированности, экономической величины и экономического разделения.

В целом, все три подхода связаны между собой. Каждый из них предлагает использование различных видов информации, получаемой на рынке. Например, основными для затратного подхода являются данные о текущих рыночных ценах на материалы, рабочую силу и другие элементы затрат. Доходный подход требует использования коэффициентов капитализации, которые также рассчитываются по данным рынка.

Хотя эти подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, каждый имеет дело с различным аспектом рынка. На совершенном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также и по другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

Оценку стоимости кризисного предприятия можно осуществлять на основе все тех же трех подходов: доходного, затратного (имущественного) и рыночного (сравнительного).

Оценка стоимости является критерием эффективности применяемых антикризисным управляющим мер (на основе определения изменения стоимости предприятия в зависимости от применения альтернативных наборов антикризисных решений).

Объективная оценка, базируется на нескольких десятках методик, объединенных в три основных подхода: затратный, доходный и сравнительный или рыночный. Эти подходы отражают точки зрения трех основных субъектов: продавца, покупателя и самого рынка.

В результате согласования стоимостей, полученных каждым из трех подходов, определяется рыночная стоимость объекта.

При доходном подходе денежные потоки определяются путем прогнозирования будущих доходов и их приведения к настоящему времени на основе дисконтирования. В соответствии с данным методом цена фирмы определяется на основе ее потенциальной доходности и учета риска недостижения такой доходности. Метод наиболее применим для фирм, функционирующих в перспективных отраслях и видах деятельности, однако попавших в затруднительное положение, и, прежде всего, в силу субъективных причин – слабого менеджмента, переоценки собственных возможностей по привлечению ресурсов, недобросовестности партнеров и т.д.⁹.

Для определения стоимости компании в процессе финансового оздоровления можно воспользоваться формулой, предложенной Ю.Ф. Бриггхемом:

$$V_{op} = \frac{FCF_{N+1}}{WACC - g} = Capital_N + \frac{Sales_N(1+g)}{WACC - g} \times \left(OP - WACC \times \frac{CR}{1+g} \right), \quad (1)$$

где FCF – чистые доходы фирмы

N – время начала стабилизации;

WACC – цена капитала фирмы, по которой дисконтируются денежные потоки;

g – темп роста;

CapitalN – вложенный капитал на момент N;

SalesN – величина продаж в момент N;

⁹ Хомутова Ю.В. Проблема оценки стоимости предприятия в антикризисном управлении // Управление компанией №3, 2003.

ОР – доходность операций, измеряемая как отношение дохода после выплаты налогов к выручке от продаж;

CR – потребность в капитале, равная отношению используемого капитала к выручке от реализации.

Формула (1) показывает, что стоимость компании можно представить в виде двух слагаемых: стоимости капитала, вложенного инвесторами, и добавленной стоимости, которая образовалась в результате деятельности фирмы, - так называемая MVA (Market Value Added) – разность между рыночной стоимостью фирмы и вложенным капиталом. В первой скобке представлена текущая стоимость возрастающих продаж, если не требуется дополнительных инвестиций или других видов новых затрат. Вторая скобка показывает влияние всех дополнительных видов затрат. Если темп роста g остается постоянным, MVA будет увеличиваться в случае, если доходность операций (ОР) будет расти, а хотя бы один из показателей – потребность в капитале (CR) или WACC будут иметь тенденцию к понижению.

Рыночный подход к оценке бизнеса основан на сравнительном анализе положения фирмы на рынке, объема ее продаж, выяснения рыночной ситуации в отрасли и регионе, определении цен на сопоставимые фирмы. Применение данного метода возможно только при наличии достаточного количества сопоставимых объектов собственности и наличии информации о цене продаж. Рыночный метод оценки бизнеса при финансовом оздоровлении находит применение, как правило, в случаях ранних продаж, когда о неблагополучии знают только собственники и менеджеры фирмы.

Разновидностью рыночного метода оценки бизнеса фирмы является рыночная оценка ее активов. Она позволяет ответить на вопрос о ликвидности активов: возможно ли при продаже активов покрыть все обязательства фирмы.

При затратном подходе к оценке бизнеса оцениваются затраты на создание и развертывание деятельности фирмы. При продаже фирмы ее владельцы намерены возместить свои затраты.

Как уже ранее было отмечено, эффективность деятельности предприятия во многом определяется положительной динамикой его стоимости. Управление стоимостью предприятия – это новое направление в управлении отечественными предприятиями, появление которого обусловлено интересами их собственников. Для последних стоимость является единственным критерием оценки финансового благополучия, дающего комплексное представление о бизнесе. Объем продаж, прибыль, себестоимость, финансовые показатели (ликвидность, финансовая устойчивость, оборачиваемость активов и эффективность) являются как бы промежуточными характеристиками отдельных экономических аспектов деятельности предприятия. И лишь его стоимость служит общим показателем.

Общая модель представления стоимости посредством формирующих ее факторов описана уравнением:

$$\tilde{E} = \tilde{E}(\tilde{O}_1, \dots, \tilde{O}_n, \dots), \quad (2)$$

где $\tilde{O}_n$ - n-й фактор стоимости.

На практике процедура оценки сводится к выбору структуры факторной модели и входящих в нее факторов.

Положим в основу подхода, позволяющего выявлять факторы, наиболее существенно влияющие на стоимость. Степень приращения стоимости относительно приращения фактора будем называть чувствительностью к фактору. Чувствительность показывает, на какой процент прирастет или уменьшится стоимость бизнеса при увеличении значения фактора на 1%.

В основе данного подхода к управлению стоимостью положен тезис о том, что наибольшее внимание при выработке решений должно уделяться тем факторам, которые существенно других способны повлиять на величину стоимости бизнеса и являются самыми рискованными с точки зрения достижения конечного значения стоимости.

Таким образом, говоря о роли и функциональном назначении оценки собственности в системе антикризисного управления, можно сделать следующие выводы.

Оценка стоимости предприятия, оказавшегося в сложном финансовом положении, очень важна для антикризисного управляющего в качестве критерия принятия решений и последовательности действий (например, в рамках внешнего управления, по результатам оценки возможности реализации альтернативных проектов, арбитражный управляющий может принять одно из следующих решений: перепрофилирование производства, закрытие нерентабельных участков, продажа бизнеса и т.д.)

Оценка стоимости выступает критерием эффективности применяемых антикризисным управляющим мер (на основе определения изменения стоимости предприятия в зависимости от применения альтернативных наборов антикризисных решений).

Оценка стоимости предприятия служит исходной информацией для принятия определенных решений в ходе антикризисного управления.

Оценка стоимости играет немаловажную роль в арбитражном управлении на различных стадиях процедуры банкротства:

- на стадии наблюдения временный управляющий с помощью оценки стоимости определяет рыночную стоимость предприятия, на котором ему предстоит работать;
- на стадии внешнего управления внешний управляющий, для определения дальнейшего протекания процесса банкротства, с помощью метода дисконтированных денежных потоков, может просчитать в плане внешнего управления варианты развития предприятия в зависимости от суммы и условий инвестирования, либо с помощью метода чистых активов показать реальную стоимость предприятия;
- на стадии конкурсного производства конкурсный управляющий с помощью метода ликвидационной стоимости составляет календарный

график реализации активов предприятия и рассчитывает ликвидационную стоимость бизнеса.

1.3. Методики оценки деятельности компании на основе экономической добавленной стоимости и основные направления роста EVA

В 1970-х - 1980-х годах в компаниях развитых стран встал вопрос о выработке нового механизма финансового управления. Это объяснялось тем, что существующие до этого времени методы оценки деятельности фирмы уже не могли удовлетворять растущим требованиям менеджеров, поскольку не позволяли оценивать деятельность компании в долгосрочном периоде. Кроме этого, инвесторы стали требовать от руководства компаний постоянного увеличения стоимости фирмы – показателя, отражающего уровень благосостояния акционеров.

Концепция экономической добавленной стоимости (EVATM)¹⁰, разработанная в США в 80-х годах прошлого века, решала поставленные проблемы. Базирующийся на принципе экономической прибыли показатель EVA, мог использоваться для определения стоимости, а также для характеристики долгосрочной деятельности компании.

Данная концепция довольно быстро стала применяться ведущими американскими компаниями, такими, как Coca-Cola, General Electric. Вскоре их опыт стали перенимать фирмы (в том числе небольшие) и в других странах¹¹.

Россия в настоящее время имеет возможность заимствовать наиболее прогрессивные зарубежные технологии и методы ведения бизнеса, что всегда дает «догоняющей» стране преимущества перед «обгоняющей». В связи с этим отечественным компаниям важно сразу внедрять и использовать передовые механизмы управления. Использование концепции экономической

¹⁰ EVATM - зарегистрированный торговый знак консалтинговой компании Stern Stewart & Co. Далее EVA.

¹¹ Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости // Финансовый менеджмент №6. 2003.

добавленной стоимости, являющейся одной из передовых концепций финансового управления, позволит отечественными фирмам повысить эффективность деятельности и сократить отставание от зарубежных конкурентов.

Несмотря на положительный опыт использования за рубежом, в настоящее время концепция экономической добавленной стоимости мало применяется российскими компаниями. Основной причиной этого является сложность ее применения «в чистом виде» в экономике России. Соответственно, определение возможности и разработка механизмов использования концепции экономической добавленной стоимости в финансовом управлении российскими компаниями является актуальной задачей финансовой науки.

Модель экономической прибыли предлагает такую схему стоимостной оценки, где стоимость компании предполагается равной величине инвестированного капитала плюс надбавка, которая, в свою очередь, равна приведенной стоимости, создаваемой в каждом последующем году.

Преимущество модели экономической прибыли перед моделью дисконтированного денежного потока состоит в том, что экономическая прибыль — это очень удобный показатель, дающий представление о результатах деятельности компании в любом отдельно взятом году, в то время как свободный денежный поток не обладает таким свойством. Следовательно, показатели экономической прибыли являются одними из наиболее важных критериев эффективности деятельности компании в рамках концепции управления стоимостью. При внедрении систем управления стоимостью на предприятии данные показатели должны рассчитываться в системе финансового планирования и прогнозирования.

Проследить за успехами компании путем сравнения ее фактических и прогнозных свободных денежных потоков не удастся, так как величина свободного денежного потока в любом году определяется произвольными инвестициями в основные и оборотные средства. Руководители компании с

легкостью могут на время отложить инвестиции просто для того, чтобы улучшить показатель свободного денежного потока в данном году, что приведет к потере дополнительных доходов за счет участия в новых инвестиционных проектах, то есть за счет долгосрочного создания новой стоимости. Экономическая прибыль служит мерилom стоимости, создаваемой компанией в единичный период времени, и определяется следующим образом:

$$\text{Экономическая прибыль} = \text{Инвестированный капитал} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) \quad (2)$$

где ROIC — рентабельность инвестированного капитала,

WACC — средневзвешенная стоимость капитала .

Экономическая прибыль равна разности между рентабельностью инвестированного капитала и затратами на капитал, умноженной на величину инвестированного капитала.

Экономическая прибыль преобразует факторы стоимости, а именно рентабельность инвестиций и величину инвестированного капитала, тем самым трансформируя размер компании в единый денежный показатель.

Другой способ определения экономической прибыли заключается в следующем: экономическая прибыль определяется как прибыль от основной деятельности после налогообложения минус плата за капитал, используемый компанией:

$$\text{Экономическая прибыль} = \text{NOPLAT} - \frac{\text{Плата за капитал}}{\text{Инвестированный капитал}} \times \text{WACC} \quad (3)$$

где NOPLAT — прибыль от основной деятельности после налогообложения.

Экономическая прибыль концептуально равнозначна бухгалтерской чистой прибыли, но лишь с условием, что в расчет принимаются все платежи за капитал компании, а не только проценты по долгу. Если в каждый период компания зарабатывает ровно столько, сколько составляют ее средневзвешенные затраты на капитал, то дисконтированная стоимость ее

свободного денежного потока должна быть в точности равна величине ее инвестированного капитала. Компания стоит больше или меньше, чем ее инвестированный капитал, лишь в той мере, в какой она зарабатывает больше или меньше своих средневзвешенных затрат на капитал. Следовательно, надбавка или скидка к инвестированному капиталу должна быть равна приведенной стоимости будущей экономической прибыли компании.

$$\begin{array}{ccccc} \text{Стоимость} & & & & \text{Приведенная} \\ \text{бизнеса} & = & \text{Инвестированный} & + & \text{стоимость} \\ & & \text{капитал} & & \text{прогнозируемой} \\ & & & & \text{экономической} \\ & & & & \text{прибыли} \end{array} \quad (4)$$

В 80-х г. XX в. Беннетом Стюартом была разработана концепция экономической добавленной стоимости (EVA) и зарегистрирована торговая марка EVA (Economic Value Added). EVA — самый известный и наиболее распространенный из всех существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании. Причина в том, что данный показатель сочетает простоту расчета и возможность определения стоимости компании, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных его подразделений.

EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная — о ее снижении.

Метод экономической добавленной стоимости (EVA) — частный случай метода избыточной прибыли (EBO — Edward—Bell—Olson). Автор концепции EVA определяет показатель экономической добавленной стоимости как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. Им предложена следующая формула для расчета EVA:

$$\text{EVA} = \text{Изменения NOPLAT} - \text{Изменения инвестированного капитала} \times \text{Стоимость капитала} \quad (5)$$

В принципе EVA идентична категории экономической прибыли, которая была известна в течение многих десятилетий. Важным отличием является то, что при расчете EVA вносятся многочисленные поправки к бухгалтерской отчетности. EVA устраняет существующие в традиционной бухгалтерской отчетности искажения путем внесения более 150 поправок. В основном указанные поправки вносятся для нивелирования общей направленности традиционной бухгалтерской отчетности с учетом интересов инвестора. Приведем наиболее существенные корректировки прибыли и величины капитала¹²:

- капитализированные нематериальные активы. Часть нематериальных активов (например, НИОКР) обеспечивает получение выгод в будущем. Стоимость таких активов для расчета EVA должна капитализироваться, а не списываться в расходы. Таким образом, величина капитала должна быть скорректирована на величину капитализированных нематериальных активов за вычетом накопленной амортизации. На величину амортизации анализируемого периода должна быть откорректирована величина NOPLAT;
- отложенные налоги. Общая сумма отложенных налогов прибавляется к величине капитала. Для расчета величины NOPLAT прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к сумме прибыли;
- амортизация «гудвилл». При расчете EVA необходимо измерить доход (в денежных эквивалентах), генерируемый средствами, вложенными в предприятие. По этой причине при расчете величины капитала прибавляется накопленная амортизация «гудвилл», а при расчете NOPLAT — амортизация за рассматриваемый период;
- различные резервы (LIFO-резерв, резерв по сомнительной дебиторской задолженности и т.д.). Например, LIFO-резерв показывает разницу

¹² Управление стоимостью: Оценочные технологии в управлении предприятием: Учеб. пособие по специальности «Финансы и кредит» / В.В. Криворотов, О.В. Мезенцева. — М: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. с. 37.

между оценкой запасов по методу LIFO и оценкой по методу FIFO. Метод LIFO, как правило, приводит к занижению стоимости товарно-материальных запасов, поэтому сумма такого резерва включается в расчет стоимости капитала. Увеличение суммы резерва за текущий период прибавляется к сумме прибыли для расчета величины NOPLAT.

Разумеется, возможность рассчитать эти поправки возникает, если предприятие ведет учет в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета и финансовой отчетности. В противном случае на предприятии должна существовать внутренняя отчетность, приближенная к международным стандартам финансовой отчетности.

Не существует общепринятого мнения относительно использования корректировок капитала и прибыли компании для расчета EVA. Некоторые авторы¹³ полагают, что проведение корректировок нецелесообразно. Другие специалисты¹⁴ придерживаются мнения, что число применяемых «эквивалентов собственного капитала» должно быть максимально. В связи с этим в работе были приведены наиболее распространенные из корректировок, а также их влияние на корректность расчета EVA.

М. А. Осипов определил, в каких фирмах использование каждой из корректировок наиболее логично и целесообразно (табл. 1)¹⁵.

Таблица 1

**Корректировки отчетности и фирмы, где целесообразно их
использование**

Корректировка отчетности	Фирмы, в которых целесообразно использование корректировки
Учет отложенных налоговых платежей	Фирмы, имеющие существенные резервы на случай будущих гарантийных выплат или других предстоящих расходов
Учет метода «успешных вложений»	Фирмы добывающих отраслей, а также фирмы любой отрасли, проводящие масштабную модернизацию
Учет использования	Фирмы, работающие в условиях роста цен на их продукцию

¹³ Ray R, Russ T. Economic Value Added: Theory, Evidence, A Missing Link // Journal of Applied Corporate Finance. – 2001. - №1.

¹⁴ McIntyre E. Accounting choices and EVA // Business Horizons. – 1999. - №1.

¹⁵ Осипов М. А. Концепция экономической добавленной стоимости в финансовом управлении российских компаний, -М., МГУ, 2005. с. 11.

метода ЛИФО для учета запасов	и фирмы с низкой оборачиваемостью запасов
Учет затрат на реструктуризацию	Фирмы, проводящие масштабную модернизацию или реструктуризацию
Учет расходов на НИОКР	Фирмы, тратящие значительные средства на разработку и развитие (в первую очередь, фармацевтические и высокотехнологичные компании)
Учет созданных резервов	Фирмы тех отраслей, в которых возможны существенные выплаты по гарантийным или подобным обязательствам
Учет использования лизинга	Фирмы, широко использующие лизинг в своей деятельности (данная коррекция может применяться в транспортных, в первую очередь, в авиационных компаниях)
Учет амортизации репутации	Фирмы, которые приобрели другой бизнес, а также проводящие консолидацию отчетности

В процессе управления стоимостью показатель EVA целесообразно использовать при составлении капитального бюджета и оценке эффективности компании в целом, поскольку показатель в первую очередь является инструментом для измерения избыточной стоимости, создаваемой инвестициями.

Концепция EVA часто используется западными компаниями как более совершенный инструмент измерения эффективности деятельности подразделений, нежели чистая прибыль. Такой выбор объясняется тем, что EVA оценивает не только конечный результат, но и то, какой ценой он был получен (т.е. какой объем капитала и по какой цене использовался).

Из приведенной зависимости следует, что увеличение EVA за рассматриваемый период может привести к снижению стоимости компании. Это может произойти по нескольким причинам:

1. Увеличение прибыли при использовании прежнего объема капитала;
2. Уменьшение объема используемого капитала при сохранении прибыли на прежнем уровне;
3. Уменьшение расходов на привлечение капитала.

Отдельно можно выделить уменьшение сумм налогов и других обязательных платежей в рамках налогового планирования, используя различные, допускаемые законодательством РФ, схемы.

Обозначенные пути повышения EVA реализуются в конкретных проводимых предприятиями мероприятиях. Если показатель EVA выбран предприятием в качестве критерия оценки эффективности своей деятельности, то задача состоит в том, чтобы повысить значение этого критерия. Такое повышение происходит как в рамках реорганизации предприятия (см. таблицу 2), так и в рамках текущей управленческой деятельности.

Таблица 2

Мероприятия, направленные на повышение эффективности
деятельности предприятия

Критерий оценки эффективности	Цель преобразований	Основные виды организационных преобразований
Рост EVA	1. Увеличение прибыли при использовании прежнего объема капитала	а) Освоение новых видов продукции (работ, услуг); б) Освоение новых рынков (новых сегментов рынка); с) Освоение более рентабельных смежных звеньев производственно - технологической цепочки.
	2. Уменьшение объема используемого капитала при сохранении прибыли на прежнем уровне	Ликвидация убыточных или недостаточно прибыльных сфер деятельности (в т.ч. ликвидация предприятия)
	3. Уменьшение расходов на привлечение капитала	Изменение структуры капитала предприятия

Возможность расчета EVA как показателя деятельности компании за любой период является его существенным преимуществом в сравнении с традиционными показателями, такими как доход или рентабельность. Это преимущество обусловлено тем, что концепция EVA базируется на комплексном подходе к трем основным сферам менеджмента:

- составление капитального бюджета;
- оценка эффективности деятельности подразделений или компании в целом;
- разработка оптимальной справедливой системы премирования менеджмента.

Преимущества применения концепции в первых двух сферах связаны с адекватным и нетрудоемким определением степени достижения подразделением, фирмой или отдельным проектом цели по увеличению рыночной стоимости.

Целесообразность создания системы премирования на базе EVA можно оценить на следующем примере. Широко применяемым критерием поощрения менеджеров подразделений является рентабельность инвестиций (ROI). Менеджер подразделения, ROI которого равно 2%, будет стараться реализовать любой инвестиционный проект, который позволит хотя бы немного поднять рентабельность инвестиций (почти не учитывая значение *net present value*, NPV, чистая настоящая стоимость). Наоборот, менеджер подразделения с высоким ROI будет проявлять некоторый консерватизм из-за опасения снижения этого показателя. Ситуация, когда менее прибыльные подразделения «агрессивно» инвестируют, в то время как наиболее успешные инвестируют слишком осторожно, очевидно, не желательна для акционеров.

Полной противоположностью приведенного примера можно считать построение системы управления компанией на основе EVA. Целевая установка бизнеса — создание EVA, что закладывается в оценку инвестиционных решений и эффективности работы подразделений, в определение размеров премии менеджеров. Консалтинговая компания Stern Stewart & Co разработала систему расчета бонусов на основе EVA за несколько минувших периодов, которая успешно используется ведущими компаниями для определения результативности работы управленцев и соответствующего вознаграждения.

В условиях нашей страны концепцию EVA было бы целесообразно применять не только на отдельных предприятиях во внутренних системах оценки эффективности и т. п., но и на государственном уровне — скажем, в качестве критерия при принятии решения относительно передачи части государственной собственности в управление.

В большинстве случаев использование EVA — первый шаг к внедрению системы постоянных улучшений и последующему применению современных управленческих инструментов. К примеру, концепция EVA делает возможным интеграцию с концепцией ABC (Activity-Based-Costing), что позволяет повысить эффективность управления затратами и капиталом. Система ABC-EVA, как инструмент реинжиниринга бизнес-процессов, предотвращает принятие менеджерами краткосрочных решений, основанных на показателях прибыли, которые могут отрицательно сказаться на величине стоимости компании в долгосрочной перспективе. Эта концепция не вносит улучшений в бизнес-процессы компании, но обеспечивает управленческий персонал адекватной информацией, позволяющей выбрать правильное направление улучшений на предприятии.

При оценке стоимости и структуры основных средств (внеоборотных активов), запасов (оборотных активов) неплатежеспособного предприятия необходимо провести классификацию и оценку их состояния с целью разработки мер по их дальнейшему использованию при финансовом оздоровлении организации. Варианты возможного использования основных средств и запасов могут стать существенной частью плана финансового оздоровления организации.

Оценка состояния основных средств и запасов осуществляется с позиций ликвидности, т. е. возможности их мобилизации для погашения кредиторской задолженности, не затрагивая объемы выпуска продукции в рентабельном производстве.

Состояние основных средств предприятия можно охарактеризовать следующими показателями:

- фондоотдача (объем продукции, полученный с одного рубля основных средств);
- коэффициент износа основных средств;
- коэффициент обновления и выбытия основных средств.

Малая загрузка основных средств, большой удельный вес неиспользуемого оборудования обуславливают низкий уровень фондоотдачи.

В то же время при значительном износе основных средств показатель фондоотдачи может быть высоким. Поэтому оценивать состояние основных средств организации необходимо в динамике за ряд отчетных периодов и в комплексе по трем коэффициентам для выбора лучшего варианта финансового оздоровления предприятия, связанного с основными средствами.

Финансово-экономическое состояние организации, ее платежеспособность находятся в непосредственной зависимости от оборачиваемости средств, вложенных в активы. Чем выше показатели оборачиваемости, тем быстрее средства, вложенные в активы, приносят денежный доход, тем больше возможностей у организации для оплаты своих долгов.

Повышение оборачиваемости запасов свидетельствует о повышении эффективности управления запасами. Накопление запасов приводит к снижению их оборачиваемости.

Снижение оборачиваемости готовой продукции свидетельствует о проблемах организации со сбытом продукции, неэффективности или отсутствии маркетинговой политики.

Снижение оборачиваемости материальных запасов свидетельствует о снижениях выпуска продукции, следовательно, снижении эффективности использования денежных ресурсов и замораживании капитала.

Важное значение имеет сокращение затрат в незавершенном производстве.

Рассматривая отдельные элементы запасов (материальные запасы, готовая продукция, затраты в незавершенном производстве, расходы будущих периодов), их следует разделить по видам производства с выделением рентабельного, нерентабельного производства, а также выделить неиспользуемые в производстве (непроизводственные).

Примерная классификация и оценка состояния основных средств и запасов, а также пути оптимизации их использования приведены на рис. 1 и 2.



Рис. 1. Классификация и пути оптимизации состояния внеоборотных активов

Из приведенных на рис. 1 и 2 схем видно, что платежеспособность проявляется в расширении финансовых потоков, обеспечивающих производство, реализацию продукции и своевременное выполнение своих обязательств. Нарушение финансовых потоков прежде всего ведет к дефициту оборотных активов, что предопределяет опережающий рост обязательств и отражается на снижении объема выпуска и реализации продукции, т. е. в конечном итоге на сокращении объема выручки.

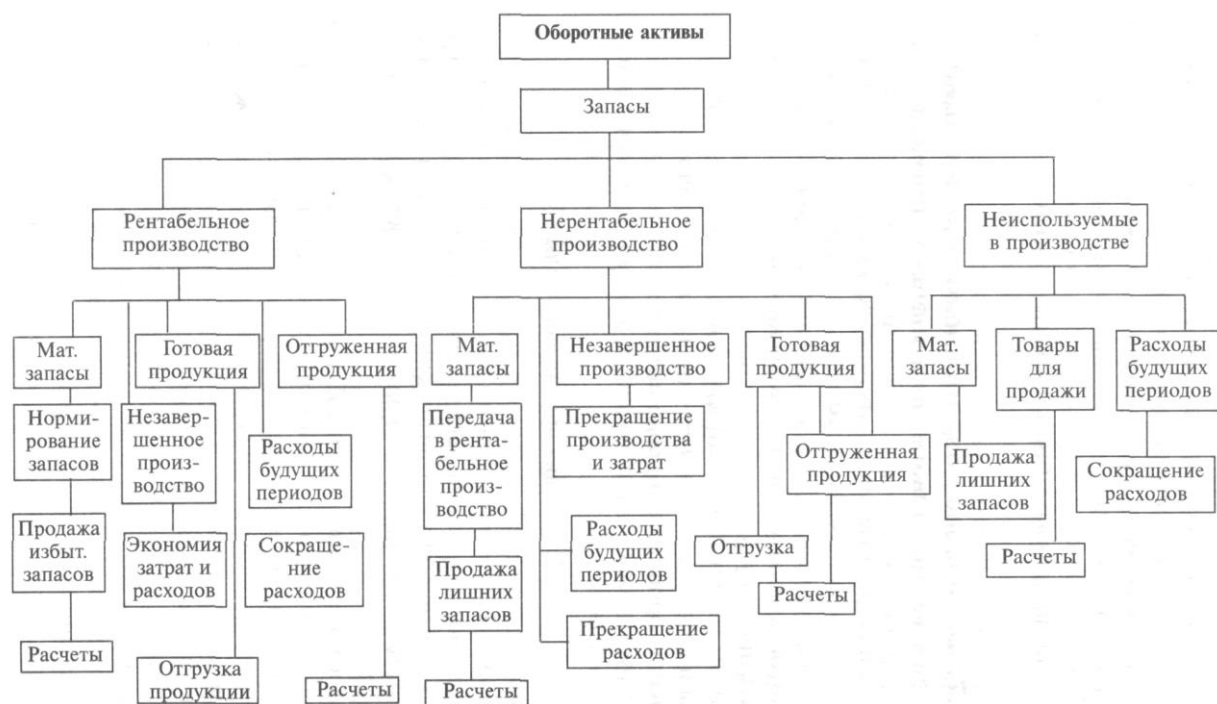


Рис. 2. Классификация и пути оптимизации состояния оборотных активов

Таким образом, в первой главе дипломной работы были изучены основные теоретические основы стоимостного подхода к управлению компанией, в том числе и в рамках антикризисного управления. В следующей главе на базе изученного теоретического материала проведем расчет динамики финансово-хозяйственной деятельности производственной компании ОАО «Косогорский металлургический завод».

Глава 2. Оценка стоимости бизнеса компании ОАО «Косогорский металлургический завод»

2.1. Экономико-организационная характеристика предприятия

Открытое акционерное общество «Косогорский металлургический завод» (ОАО «КМЗ») создано в результате приватизации одноименного государственного предприятия и зарегистрировано Постановлением Главы администрации Привокзального района г. Тулы от 12.10.1992 № 1293. Дата основания завода – 8 мая 1897 года.

Место нахождения и почтовый адрес Общества: Россия, 300903, г. Тула, п. Косая Гора, Орловское шоссе, 4.

Основными видами деятельности Общества являются производство и реализация чугунов и другой продукции доменного производства, чугунного литья, электро и теплоэнергии.

Уставный капитал ОАО «КМЗ» на 01.01.2006г. – 227 118 рублей, составлен из 170 339 обыкновенных и 56 779 привилегированных акций номиналом 1 рубль. Количество акционеров на 01.01.2006 – 3819, в том числе 3809 физических и 10 юридических лиц.

Реестр акционеров ОАО «КМЗ» ведет ООО СРК «Регион» (г.Тула, ул.Тургеневская, 50), лицензия ФКЦБ России № 10-000-1-00336 от 07.06.2005г. без ограничения срока действия.

Основными производителями чугуна в мире являются: КНР (18%) и Япония (12%). Одновременно, эти страны являются и крупнейшими производителями стали. Значительный вклад в мировое производство чугуна также ежегодно вносят страны Евросоюза (14%), СНГ (12%) и США (6%). Последние три региона также занимают ведущие позиции в мировом производстве стали и стального проката.

Так как чугун является продуктом низких переделов металлургии, мировая торговля чугуном в гораздо меньшей степени подвержена рискам регулирования. Например, введение дополнительных пошлин на импорт

стальной продукции в США в 2002 году не коснулось импорта чугуна. Такая ситуация порождает дополнительные возможности для увеличения экспорта чугуна из развивающихся стран в США и Западную Европу.

Прямой альтернативой производству стали из чугуна является восстановление стали из металлолома. Однако на фоне бурного роста мировой экономики, на мировом рынке наблюдается дефицит стального лома, что в свою очередь ведет к непрерывному удорожанию этого вида сырья. К тому же, стремясь сохранить металлофонд своих стран, многие правительства вводят заградительные пошлины на экспорт металлолома, что является дополнительным барьером при торговле стальным ломом.

Таким образом, большинство производителей вынуждены делать выбор в пользу чугуна, как основного исходного сырья при производстве стали.

В ближайшие 5 лет будет наблюдаться увеличение емкости мирового рынка чугуна .

В настоящее время металлургический комплекс занимает одно из ведущих мест в экономике России. Его доля в ВВП составляет 5%, в промышленном производстве около - 16 %, в экспорте продукции - 18% (второе место после ТЭК), в основных промышленных фондах – 11%.

Производство основных видов металлургической продукции в РФ за 2005г. к соответствующему периоду прошлого года составило:

- по производству кокса – 93,6 %
- по производству чугуна – 97,8 %
- по производству стали – 100,3 %
- по производству проката – 101,1 %

Объем товарной продукции черной металлургии РФ за 2005г. по отношению к 2004г. составил – 109,4 %.

В 2005 г. ОАО «КМЗ» наряду с ОАО «Тулачермет» устойчиво сохраняет лидирующее положение по продажам товарного чугуна на внутренний рынок и в республику Беларусь, наиболее рентабельные сегменты рынка чугуна. При уровне отгрузки в 2005 году в 299 тыс.тонн (20,2% доли

рынка) отрыв от ближайшего конкурента – «Кузнецкого металлургического комбината» - составляет 5,3% в общем объеме рынка.

В сравнении с другими производителями ОАО «КМЗ» на протяжении 2003-2005г. демонстрирует наиболее устойчивую рыночную политику, подтверждая имидж надежного поставщика.

Итогом работы ОАО «КМЗ» в 2005г. явился рост объема производства чугуна на 61 526 тонн в сравнении с 2004 г., т.е. на 10,2%. Прирост объема производства был востребован рынком, что подтверждается опережающей динамикой прироста продаж чугуна – 10,3%.

Объем реализации чугуна в 2005 г. превысил 662 тыс.тонн, из которых 51,7% был отправлен в страны дальнего зарубежья, объем продаж ферромарганца составил почти 43 тыс.тонн, из них 15,5% было экспортировано. По структуре внешнего потребления, в сравнении с 2004 г., доля экспорта в объеме реализации чугуна увеличилась на 5,2%, а в объеме реализации ферромарганца снизилась – на 3,8%, что соответствует общей сложившейся тенденции 2003-2005гг.

Одной из приоритетных задач ОАО «КМЗ» является увеличение объемов продаж неосновной продукции – щебня, шлака, шлакоблоков, а также различных видов отходов – коксовой мелочи, колошниковой пыли, металлолома и т.д. В 2005 году ОАО «КМЗ» существенно укрепило свои позиции на рынке строительных материалов. Было реализовано 33,8 тыс. тонн шлакового щебня, 113,2 тыс. тонн отвального шлака, 13,5 тыс. тонн гранулированного шлака, 248,6 тыс. штук шлакоблочного кирпича. По ряду этих позиций (в первую очередь, по шлакоблокам) ОАО «КМЗ» не только достигло лидерства на региональном тульском рынке, но и активно осваивает Центральный регион России. В 2005 г. проводилась активная маркетинговая политика на рынках сбыта ряда соседних областей и других регионов России, Белоруссии и Украины. Был выполнен ряд крупных контрактов на поставку шлакового щебня дорожно-строительным организациям Тульской, Орловской, Пензенской областей; гранулированного шлака – цементным

заводам Белоруссии и России; шлакоблочного кирпича – строительным организациям Тулы и Тульской области. Проведена существенная работа по установлению новых каналов сбыта колошниковой пыли и граншлака, отработаны каналы поставок на цементные и кирпичные заводы, агломерационные фабрики. Стабильно производилась отгрузка коксовой мелочи, в том числе и по экспортным контрактам. В 2006г. на базе ОАО «КМЗ» планируется строительство и ввод в эксплуатацию нового дробильно-сортировочного комплекса.

Основной целью деятельности ОАО «Косогорский металлургический завод» является получение прибыли. В соответствии с этой целью Общество осуществляет свою деятельность по следующим приоритетным направлениям:

- увеличение объема производства и реализации чугуна различных видов и марок в соответствии с действующими ГОСТами;
- сохранение и повышение качества выпускаемой продукции;
- снижение производственных затрат;
- совершенствование производственного процесса за счет ремонта, технического перевооружения и внедрения новых технологий;
- сохранение стабильности кадров, повышение их квалификации.

Основные показатели работы ОАО «КМЗ» за 2005 год приведены в табл. 1. приложения.

Структура товарной продукции показывает, что в ее общем объеме доля чугуна и ферромарганца составляет 96,9%, объем производства серого литья, трубнгов - 0,6%, теплоэнергии - 1,2% и прочей продукции – 1,3% (см. табл. 1 приложения 1).

В 2005 г. при росте объема производства чугуна на 10,2% объем товарной продукции в действующих ценах снизился против 2004 г. на 5,6% (на 373,2 млн. руб.) за счет снижения цен на чугун и ферромарганец.

Динамика падения цен в 2005 г. по основным видам продукции сложилась следующим образом: чугун - 6,1%;

ферромарганец 78 – 23,5%

ферромарганец 70 – 9,0%

В общей структуре себестоимости предприятия материальные затраты занимают 92,4%. Снижение доли материальных затрат с 92,9% в 2004 г. до 92,4% в 2005 г., является следствием совершенствования ценообразования на сырье и топливо. В частности, обеспечено снижение цены кокса на 20%: цена кокса в 2004 г. составляла 6 855 руб/т, а в 2005 г. – 5 462 руб/т.

Отклонение фактических затрат от плановых составило по итогам 2005г - 93,8 млн. руб.

Заработная плата на предприятии выплачивается регулярно. Своевременно производятся отчисления по налогам и сборам в бюджеты всех уровней, а также вовремя погашается реструктурированная задолженность прошлых лет по налогам и сборам. Всего за 2005 год выплачено в бюджет и внебюджетные фонды 200,5 миллионов рублей налогов и сборов, в том числе реструктурированная задолженность прошлых лет по налогам и сборам – 16,2 млн. рублей. Предприятие выплачивает социальные выплаты рабочим, которые в 2005 году составили 1,2 млн. рублей.

Рост ФЗП по итогам 2005 г. составил 12,4%. Фактический ФЗП за 2005 год составил – 303,5 млн. руб., что больше по сравнению с 2004 г.(270,1 млн. руб.) на 33,4 млн.руб. Улучшились качественные характеристики персонала. За прошедший год доля работников с высшим профессиональным образованием составила 18%, со средним профессиональным образованием - 25% от общего числа работающих, что на 2% больше чем в 2004 году.

Фактическая среднесписочная численность за 2005 год составила 3159 чел., в том числе ППП -2995 чел. Структура численности ППП:

- рабочие - 2 347 человек (78,4%)
- руководители - 297 человек (9,9%)
- специалисты - 296 человек (9,9%)
- служащие - 55 человек (1,8%)

По сравнению с 2004 годом среднесписочная численность снизилась на 250 человек (7,3%), ППП - на 10 человек (0,3%).

После передачи объектов жилищного фонда и социальной инфраструктуры в муниципальную собственность с октября 2004 г, на балансе завода остались лишь отдельные объекты социальной сферы, такие как санаторий, дом культуры, база отдыха и др. Убытки по содержанию жилищного фонда больше не относятся на предприятие, что положительным образом влияет на финансовый результат.

В 2005 году выручка составила 6 млрд. 290 миллионов рублей (без НДС), что ниже аналогичного показателя 2004 года на 5,8 % и обусловлено, в первую очередь, фактором снижения цен на основную продукцию. Одновременно с этим значение показателя валовой прибыли выросло на 69,5 % и составило в 2005 году 253,6 миллионов рублей.

В структуре пассивов предприятия также произошли изменения. Уменьшился капитал предприятия в результате передачи объектов жилищного фонда в муниципалитет. Проведена работа по реструктуризации кредиторской задолженности предприятия - в сторону увеличения доли долгосрочных долгов и сокращения доли краткосрочных. И все равно, кредиторская задолженность составляет значительную величину. Расходы по обслуживанию долга довольно существенны в сравнении с финансовым результатом (в 2005 году выплачено 93 миллиона процентов по кредитам). Привлечение кредитов связано со значением показателя рентабельности продаж, продолжающим оставаться невысоким.

Показатели работы ОАО «КМЗ» в 2005 г. свидетельствуют о нестабильной работе.

В 2005 году Обществом объявлены дивиденды по привилегированным акциям по итогам 2004 года в размере 2 рубля на одну акцию (решение годового общего собрания акционеров 21.06.2005г.); дивиденды по обыкновенным акциям решено не выплачивать.

Сумма начисленных дивидендов по привилегированным акциям – 113 558 руб. Сумма выплаченных дивидендов на 01.01.2006г. (за вычетом налогов) – 70 910 руб.

Совет директоров Общества состоит из 9 членов.

Генеральный директор Общества: Пюман Сергей Кириллович.

Коллегиальный исполнительный орган не предусмотрен Уставом Общества.

Несмотря на позитивную работу по экономии материальных ресурсов, снижению цены на кокс и значительному сокращению потребления электрической мощности со стороны, не имея своей добывающей базы, предприятие остается зависимым от поставщиков топлива и сырья, и ценовой риск, по-прежнему, остается высоким. Так как в 2005г доля затрат на сырье и топливо составляла в себестоимости более 90%, ценовые колебания по коксу и железорудному сырью существенно и негативно влияют на экономику завода в целом.

Поэтому, необходимо определить показатели финансового состояния предприятия для того, чтобы определить направления финансовой и хозяйственной политики, направленные на увеличение стоимости предприятия.

2.2. Диагностика финансового состояния

Диагностика имеет цель определить и выделить наиболее существенные проблемы (узкие места) в производственно-хозяйственной и финансовой деятельности организации, установить причины их возникновения.

Для постановки диагноза состояния организации используются разнообразные методы финансового анализа, позволяющие всесторонне рассмотреть и оценить различные стороны ее деятельности.

Для проведения анализа используются финансовые показатели, рассчитываемые на базе основных форм бухгалтерской отчетности (приложение). Для более глубокого, детального анализа деятельности

применяются специальные формы обследования на основе данных производственного и управленческого учета.

Горизонтальный (трендовый) анализ баланса организации состоит в сравнении показателей бухгалтерского баланса с показателями балансов предыдущих периодов. Этот анализ позволяет проследить динамику развития организации за ряд периодов, поэтому анализу была подвергнута отчетность организации за 4 года с 2002 по 2005 годы.

Таблица 3

Анализ динамики актива баланса ОАО «Косогорский металлургический завод»

Наименование показателя	2002 г.		2005 г.		Отклонение	
	Абсолют.	%	Абсолют.	%	Абсолют.	%
1	2	3	4	5	6 = 4 - 2	7 = 5 - 3
I. Внеоборотные активы	909 946	49,49	756 877	24,88	-153 069	-24,61
Нематериальные активы	0	0	29	0	29	0
Основные средства	857 836	46,65	628 497	20,66	-229 339	-25,99
Вложения во внеоборотные активы	50 262	2,73	88 622	2,91	38 360	0,18
Долгосрочные финансовые вложения	1 848	0,10	1 558	0,05	-290	-0,05
Прочие внеоборотные активы	0	0	38 171	1,25	38 171	1,25
II. Оборотные активы	928 796	50,51	2 285 443	75,12	1 356 647	24,61
Запасы	290 554	15,80	492 198	16,18	201 644	0,38
в том числе						
производственные запасы на складах	168 493	9,16	347 236	11,41	178 743	2,25
затраты в незавершенном производстве	10 855	0,59	3 161	0,10	-7 694	-0,49
готовая продукция и товары на складах	107 362	5,84	120 681	3,97	13 319	-1,87
товары отгруженные	0	0	16 296	0,54	16 296	0,54
расходы будущих периодов	3 844	0,21	4 824	0,16	980	-0,05
Долгосрочные дебиторы	0	0	949 500	31,21	949 500	31,21
Краткосрочная дебиторская задолженность	248 845	13,53	677 251	22,26	428 406	8,73
Краткосрочные финансовые вложения	278 665	15,16	0	0	-278 665	-15,16
Денежные средства	15 219	0,83	38 332	1,26	23 113	0,43
Прочие оборотные активы	95 513	5,19	128 162	4,21	32 649	-0,98
в т.ч. НДС по приобретенным ценностям	95 513	5,19	102 677	3,37	7 164	-1,82

1	2	3	4	5	6 = 4 - 2	7 = 5 - 3
АКТИВЫ ВСЕГО	1 838 742	100	3 042 320	100	1 203 578	0
Чистый оборотный капитал (за вычетом краткосрочных обязательств)	-50 376	-2,74	421 874	13,87	472 250	16,61
Чистые активы	354 090	19,26	65 628	2,16	-288 462	-17,10

Активы ОАО «КМЗ» за анализируемый период возросли на 1 203 578 тыс. руб. (с 1 838 742 до 3 042 320 тыс. руб.), или 65,46%. Увеличение активов произошло за счет роста оборотных активов на 1 356 647 тыс. руб. или на 146,07 % при одновременном снижении внеоборотных активов на 153 069 тыс. руб. или на 16,82 %.

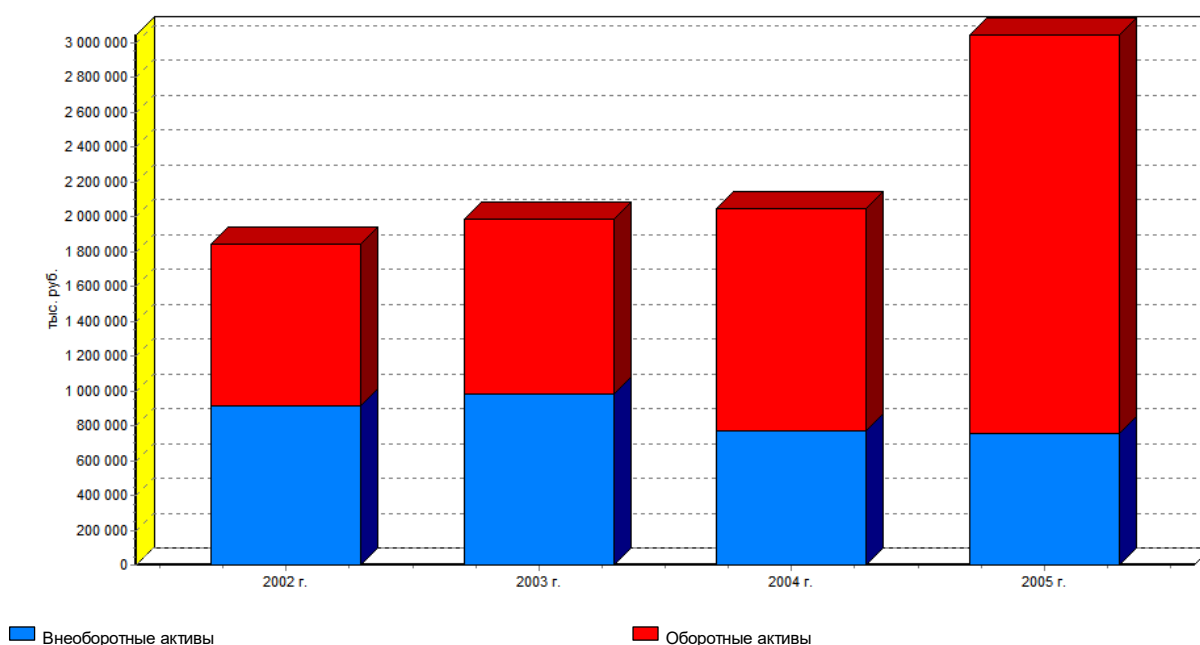


Рис. 3. Динамика активов ОАО «КМЗ»: За анализируемый период общая стоимость активов предприятия увеличилась на 1203578,00 тыс. руб. или на 65,46%.

В целом, рост имущества ОАО «КМЗ» является положительным фактом. Однако данный рост имущества обеспечивался преимущественно за счет наращивания финансовых обязательств. Основную часть в структуре имущества занимали оборотные активы.

Чистые активы (в соответствии с «Порядком оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» (утв. приказом Минфина РФ и ФКЦБ №№

10н, 03-6/пз)) на начало анализируемого периода составили 354 090 тыс. руб., а в конце периода были равны 65 628 тыс. руб.

Доля основных средств в имуществе на 2005 года составила 20,66%. Таким образом, предприятие имеет «легкую» структуру имущества, что отражает мобильность его активов. Как правило, это свидетельствует о незначительных накладных расходах и низкой чувствительности прибыли предприятия к изменениям выручки. Для оценки уровня производственного рычага необходимо дополнительно проанализировать переменные и постоянные затраты.

В конце 2005 года структура имущества характеризуется относительно невысокой долей внеоборотных активов, которая снизилась с 49,49% до 24,88%.

Внеоборотные активы ОАО «КМЗ» за анализируемый период 2002-2005 гг. уменьшились с 909 946 до 756 877 тыс. руб.

Снижение внеоборотных активов произошло за счет уменьшения следующих составляющих:

- основных средств на 229 339 тыс. руб. (с 857 836 до 628 497 тыс. руб.) или 26,73%;
- долгосрочных финансовых вложений на 290 тыс. руб. (с 1 848 до 1 558 тыс. руб.) или 15,69%, что могло способствовать вовлечению финансовых средств в основную деятельность Предприятия и улучшению его финансового состояния при одновременном росте:
- нематериальных активов на 29 тыс. руб. (с 0 до 29 тыс. руб.) или 100%;
- вложений во внеоборотные активы на 38 360 тыс. руб. (с 50 262 до 88 622 тыс. руб.) или 76,32%, что может негативно сказаться на результатах финансово-хозяйственной деятельности;
- прочих внеоборотных активов на 38 171 тыс. руб. (с 0 до 38 171 тыс. руб.) или 100%.

Структура внеоборотных активов за анализируемый период существенно изменилась. В то же время, в анализируемом периоде основная часть внеоборотных активов неизменно приходилась на основные средства (83,04 %).

За анализируемый период в структуре внеоборотных активов доля основных средств имела тенденцию к снижению (с 94,27% до 83,04%), доля вложений во внеоборотные активы имела тенденцию к росту (с 5,52% до 11,71%), доля прочих внеоборотных активов имела тенденцию к росту (с 0% до 5,04%).

В 2002-2005 гг. предприятие стало использовать в своей финансово-хозяйственной деятельности нематериальные активы, прочие внеоборотные активы.

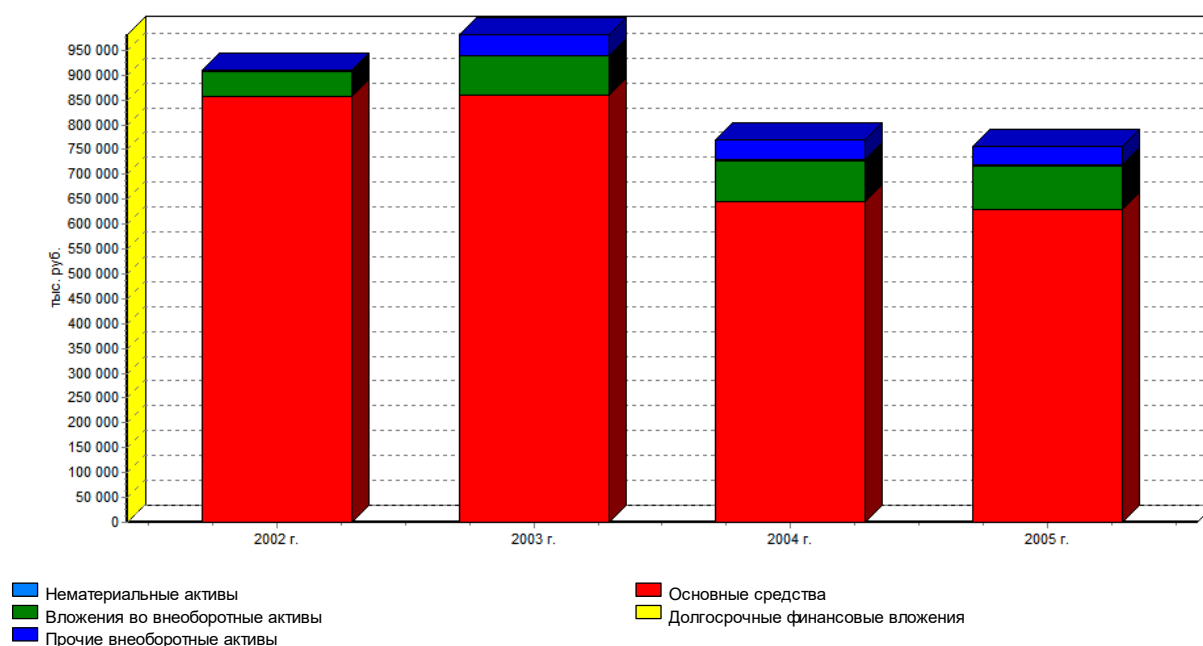


Рис. 4. Структура внеоборотных активов: Стоимость внеоборотных активов уменьшилась на 153069,00 тыс. руб. или на 16,82%. Удельный вес внеоборотных активов в стоимости имущества предприятия за анализируемый период снизился на 24,61% (с 49,49% до 24,88%).

На 2005 года структура имущества характеризуется относительно высокой долей оборотных активов, которая увеличилась с 50,51% до 75,12%.

Оборотные активы ОАО «КМЗ» за 2002-2005 гг. увеличились с 928 796 до 2 285 443 тыс. руб. Прирост оборотных активов произошел за счет увеличения следующих составляющих:

- запасов;
- дебиторской задолженности;
- денежных средств;
- прочих оборотных активов при одновременном снижении:
- краткосрочных финансовых вложений.

Рост оборотных средств (то есть запасов, краткосрочной и долгосрочной дебиторской задолженности) и замедление их оборачиваемости свидетельствуют о нерационально выбранной хозяйственной стратегии, вследствие которой значительная часть текущих активов иммобилизована, что в конечном итоге может привести к росту кредиторской задолженности и ухудшению финансового состояния предприятия.

Структура оборотных активов за анализируемый период существенно изменилась. На начало 2002 года основная часть оборотных активов приходилась на запасы (31,28 %). На конец 2005 года все больший удельный вес стал приходиться на дебиторскую задолженность (71,18 %).

Такая структура с высокой долей задолженности и низким уровнем денежных средств свидетельствует о неблагоприятном состоянии расчетов предприятия с потребителями. Удельный вес запасов в оборотных активах снизился с 31,28% до 21,54%.

Стоимость запасов за 2002-2005 гг. увеличилась на 201 644 тыс. руб. (с 290 554 до 492 198), что является позитивным изменением, так как при этом длительность оборота запасов снизилась.

Такое резкое увеличение запасов (на 69,40%) делает необходимым дать рекомендацию финансовым и хозяйственным службам дальнейший углубленный анализ их состава и структуры по данным аналитического учета.

При этом темп роста запасов (169,40%) за анализируемый период значительно отставал от темпа роста выручки (331,82%), что высвободило часть финансовых ресурсов в оборотных средствах предприятия.

В составе запасов на конец 2005 года преобладают производственные запасы (347 236 тыс. руб.), доля которых увеличилась с 57,99% до 70,55%. Второе место в структуре запасов занимают готовая продукция и товары (120 681 тыс. руб.), доля которых снизилась с 36,95% до 24,52%.

Доля дебиторской задолженности (краткосрочной и долгосрочной) в оборотных активах выросла с 26,79% до 71,18%.

За 2002-2005 гг. объемы дебиторской задолженности выросли на 1 377 906 тыс. руб. (с 248 845 до 1 626 751), что является негативным изменением и вызвано проблемами, связанными с оплатой продукции ОАО «КМЗ», а также активным предоставлением потребительского кредита покупателям, т.е. отвлечением части текущих активов и иммобилизации части оборотных средств из основной деятельности. Такое резкое увеличение дебиторской задолженности (на 553,72%) делает необходимым рекомендовать финансовым службам дальнейший углубленный анализ ее состава и структуры по данным аналитического учета.

На конец 2005 года в составе дебиторской задолженности наибольшая доля приходилась на долгосрочных дебиторов. Это означает, что указанные средства практически выведены из оборота на срок более года. Так, за анализируемый период долгосрочная дебиторская задолженность выросла на 949 500 тыс. руб. и составила 949 500 тыс. руб., а её доля в оборотных активах увеличилась с 0% до 41,55%.

Положительным моментом является уменьшение длительности оборота краткосрочной дебиторской задолженности на 7 дн. по сравнению с началом периода. Кроме того, темпы роста краткосрочной дебиторской задолженности за анализируемый период отставали от темпов роста выручки от реализации продукции (272,16% против 331,82%).

Сопоставление сумм краткосрочной дебиторской и кредиторской задолженностей показывает, что ОАО «КМЗ» на начало анализируемого периода имело пассивное сальдо задолженности, то есть кредиторская превышала дебиторскую на 730 327 тыс. руб. Таким образом, предприятие финансировало отсрочки платежей своих должников за счет неплатежей кредиторам (то есть бюджету, внебюджетным фондам и др.). На конец 2005 года ОАО «КМЗ» имело активное сальдо задолженности, то есть дебиторская стала превышать кредиторскую на 161 164 тыс. руб. Таким образом, предприятие стало предоставлять своим покупателям бесплатный коммерческий кредит в размере, превышающем средства, полученные в виде отсрочек платежей кредиторам.

Величина чистого оборотного капитала (то есть разницы между запасами, краткосрочной дебиторской задолженностью, денежными средствами, краткосрочными финансовыми вложениями и всеми краткосрочными обязательствами (кредиторской и финансовой задолженностью) показывает, что на начало 2002 года у ОАО «КМЗ» отсутствовали собственные оборотные средства. На конец 2005 года у предприятия имелись собственные оборотные средства.

Сумма денежных средств в анализируемом периоде имела тенденцию к росту с 15 219 тыс. руб. до 38 332 тыс. руб..

В 2002-2005 гг. ОАО «КМЗ» перестало использовать в своей финансово-хозяйственной деятельности краткосрочные финансовые вложения.

Таблица 4

Анализ динамики пассива баланса ОАО «Косогорский
металлургический завод»

Наименование показателя	2002 г.		2005 г.		Отклонение	
	Абсолют.	%	Абсолют.	%	Абсолют.	%
1	2	3	4	5	6 = 4 - 2	7 = 5 - 3
I. Собственный капитал (фактический)	354 090	19,26	65 628	2,16	-288 462	-17,10
Уставный капитал (фактический)	227	0,01	227	0,01		
Добавочный капитал	885 240	48,14	635 046	20,87	-250 194	-27,27

1	2	3	4	5	6 = 4 - 2	7 = 5 - 3
Резервы, фонды, нераспределенная прибыль (фактические)	-531 377	-28,90	-569 827	-18,73	-38 450	10,17
Доходы будущих периодов	0	0	182	0,01	182	0,01
II. Долгосрочные обязательства	25 480	1,39	2 062 623	67,80	2 037 143	66,41
Долгосрочные кредиты	0	0	2 044 356	67,20	2 044 356	67,20
Долгосрочная кредиторская задолженность	25 480	1,39	18 267	0,60	-7 213	-0,79
III. Краткосрочные обязательства	979 172	53,25	914 069	30,05	-65 103	-23,20
Краткосрочные кредиты	0	0	389 073	12,79	389 073	12,79
Краткосрочная кредиторская задолженность	979 172	53,25	516 087	16,96	-463 085	-36,29
в том числе						
перед поставщиками и подрядчиками	752 412	40,92	196 090	6,45	-556 322	-34,47
перед персоналом организации	78 960	4,29	15 366	0,51	-63 594	-3,78
перед гос. внебюджетными фондами	42 308	2,30	4 063	0,13	-38 245	-2,17
перед бюджетом	54 120	2,94	92 044	3,03	37 924	0,09
перед прочими кредиторами	51 372	2,79	208 524	6,85	157 152	4,06
Задолженность участникам (учредителям)	0	0	287	0,01	287	0,01
Прочие краткосрочные обязательства	0	0	8 622	0,28	8 622	0,28
ПАССИВЫ ВСЕГО	1 838 742	100	3 042 320	100	1 203 578	0

Основным источником формирования имущества ОАО «КМЗ» в 2002-2005 гг. являются заемные средства, доля которых в балансе увеличилась с 54,64% до 97,85%.

Собственный капитал (фактический, за вычетом убытков и задолженностей учредителей) на начало 2002 года составил 354 090 тыс. руб., а на конец 2005 года был равен 65 628 тыс. руб. За анализируемый период 2002-2005 гг. величина собственного капитала (фактического) уменьшилась на 288 462 тыс. руб. при одновременном увеличении соотношения заемного и собственного капитала на 42,52. Таким образом, финансовая устойчивость предприятия снизилась. Следует отметить, что прирост перманентных

источников финансирования (собственного капитала (фактического) и долгосрочных заемных средств, 495,89%) выше прироста внеоборотных активов предприятия (87,53%) за анализируемый период.

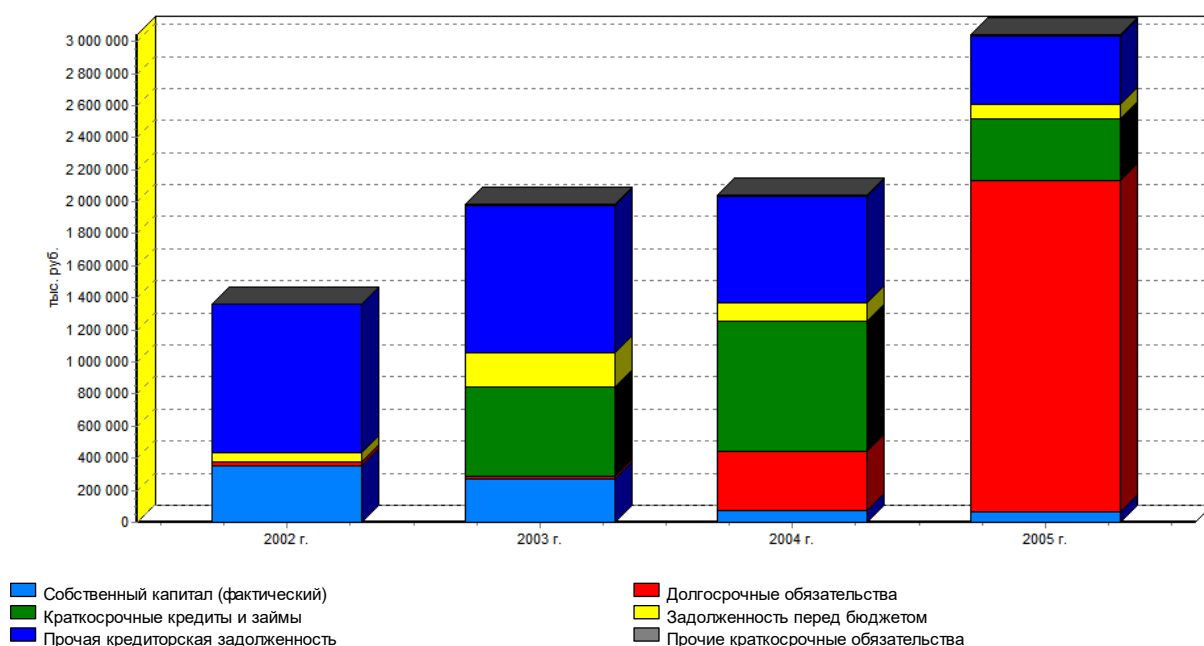


Рис. 5. Структура пассивов: на диаграмме хорошо виден рост долгосрочных обязательств в структуре пассивов, особенно за 2005 год

Собственный капитал предприятия за анализируемый период уменьшился. Снижение собственного капитала произошло за счет уменьшения добавочного капитала на 250 194 тыс. руб. (с 885 240 до 635 046 тыс. руб.) или 28,26 % , резервов, фондов и нераспределенной прибыли (фактических) на 38 450 тыс. руб. (с -531 377 до -569 827 тыс. руб.) или 7,24 %.

В целом, отрицательная величина резервов, фондов и нераспределенной прибыли (фактич.) в конце периода говорит о наличии проблем в деятельности ОАО «КМЗ».

За анализируемый период в структуре собственного капитала доля добавочного капитала имела тенденцию к росту (с 250% до 967,64%), доля резервов, фондов и нераспределенной прибыли имела тенденцию к снижению (с -150,07% до -868,27%).

Предприятие накопило к концу 2005 года убытки (по балансу) в размере 569 869 тыс. руб. При этом удельный вес убытков в валюте баланса уменьшился с 28,90% до 18,73%.

В структуре заемного капитала долгосрочные обязательства за анализируемый период выросли на 2 037 143 тыс. руб., а их доля изменилась с 2,54% до 69,29%.

Долгосрочные кредиты и займы (финансовые обязательства) на начало анализируемого периода отсутствовали, а к концу периода составили 2 044 356 тыс. руб. Возможности привлечения «длинных денег» являются положительным моментом в деятельности предприятия.

К концу 2005 года долгосрочные обязательства были представлены на 99,11% финансовыми и на 0,89% коммерческими обязательствами.

Краткосрочные обязательства за анализируемый период снизились на 65 103 тыс. руб. Их доля в структуре заемного капитала сократилась с 97,46% до 30,71%. На конец анализируемого периода в структуре заемных средств стали преобладать долгосрочные источники, что является позитивным фактом, который характеризует улучшение структуры баланса и уменьшение риска утраты финансовой устойчивости.

К концу 2005 года краткосрочные обязательства были представлены на 42,56% финансовыми и на 57,44% коммерческими обязательствами.

Краткосрочные кредиты и займы (финансовые обязательства) на начало анализируемого периода отсутствовали, а к концу периода составили 389 073 тыс. руб. Нарастание краткосрочной финансовой задолженности является негативным моментом в деятельности предприятия.

Кредиторская задолженность за анализируемый период снизилась на 463 085 тыс. руб. (с 979 172 до 516 087 тыс. руб.).

В структуре кредиторской задолженности на конец 2005 года преобладают обязательства перед прочими кредиторами (208 524 тыс. руб.), составляющие 40,40%. Вторыми по величине являются обязательства перед поставщиками и подрядчиками (196 090 тыс. руб.), составляющие 38%.

В 2002-2005 гг. у ОАО «КМЗ» отсутствовала задолженность по векселям к уплате, перед дочерними и зависимыми обществами, по авансам полученным.

В 2002-2005 гг. наибольшими темпами роста характеризуются задолженность перед прочими кредиторами, перед поставщиками и подрядчиками, перед бюджетом.

Теперь предстоит оценить финансовые результаты деятельности предприятия (табл.5).

Таблица 5

Финансовые результаты ОАО «КМЗ» в 2002-2005 гг.

Наименование показателя	За 2002 г.		За 2005 г.		Отклонение	
	Абсолют.	%	Абсолют.	%	Абсолют.	%
1	2	3	4	5	6 = 4 - 2	7 = 5 - 3
Чистая выручка	1 895 788	87,27	6 290 602	92,65	4 394 814	5,38
Себестоимость реализованной продукции	1 994 144	91,80	6 036 988	88,91	4 042 844	-2,89
Валовая прибыль	-98 356	-4,53	253 614	3,74	351 970	8,27
Полная себестоимость реализованной продукции	2 014 426	92,74	6 162 632	90,76	4 148 206	-1,98
в том числе коммерческие расходы	20 282	0,93	125 644	1,85	105 362	0,92
Результат от основной деятельности	-118 638	-5,46	127 970	1,88	246 608	7,34
Операционные доходы	264 706	12,19	456 047	6,72	191 341	-5,47
Операционные расходы	303 092	13,95	526 681	7,76	223 589	-6,19
Результат от операционной деятельности	-38 386	-1,77	-70 634	-1,04	-32 248	0,73
Внереализационные доходы	11 731	0,54	43 208	0,64	31 477	0,10
Внереализационные расходы	41 070	1,89	92 706	1,37	51 636	-0,52
Результат от внереализационной деятельности	-29 339	-1,35	-49 498	-0,73	-20 159	0,62
Прибыль (убыток) до налогообложения	-186 363	-8,58	7 838	0,12	194 201	8,70
Налог на прибыль и обязательные платежи	55 428	2,55	6 114	0,09	-49 314	-2,46
Чистая прибыль (убыток)	-241 791	-11,13	1 724	0,03	243 515	11,16
Справочно: Всего доходов	2 172 225	100	6 789 857	100	4 617 632	0

Чистая выручка ОАО «КМЗ» за анализируемый период 2002-2005 гг. увеличилась на 4 394 814 тыс. руб. или 231,82% (с 1 895 788 до 6 290 602 тыс.

руб.). Основная деятельность, ради осуществления которой было создано предприятие, в начале анализируемого периода была убыточной, а в конце периода - прибыльной.

Себестоимость реализованной продукции предприятия за анализируемый период увеличилась на 4 148 206 тыс. руб. или 205,92% (с 2 014 426 до 6 162 632 тыс. руб.).

Как следствие этого, эффективность основной деятельности предприятия повысилась под влиянием опережающего темпа увеличения выручки по отношению к темпу роста себестоимости реализованной продукции.

В конце периода в структуре совокупных доходов, полученных от осуществления всех видов деятельности предприятия, наибольший удельный вес приходился на доходы от основной деятельности.

Следует отметить, что расходы по внереализационной и операционной деятельности предприятия растут медленнее, чем доходы по этим видам деятельности.

В начале 2002 года предприятие имело убыток от основной деятельности в размере 118 638 тыс. руб. Результат от внереализационной и операционной деятельности при этом составил -67 725 тыс. руб.

В конце 2005 года предприятие имело прибыль от основной деятельности в размере 127 970 тыс. руб. Результат от внереализационной и операционной деятельности при этом составил -120 132 тыс. руб. Отрицательный результат от операционной деятельности предприятия в конце анализируемого периода возникает, в том числе, за счет начисления налогов, относимых на финансовые результаты.

При осуществлении всех видов деятельности в конце 2005 года ОАО «КМЗ» получило прибыль в размере 7 838 тыс. руб., а в начале периода в 2002 году получило убыток в размере 186 363 тыс. руб. Налоговые и иные обязательные платежи в конце анализируемого периода занимали 78,00 % в величине прибыли до налогообложения. В конце анализируемого периода у

предприятия появилась чистая прибыль, то есть источник пополнения оборотных средств, однако ее размер незначителен.

Таблица 6

Динамика показателей эффективности деятельности ОАО «КМЗ» в
2002-2005 гг.

Наименование статей	За 2002 г.	За 2005 г.	Отклонение
Рентабельность активов по прибыли до налогообложения	-0,101	0,003	0,104
Рентабельность всех операций по прибыли до налогообложения	-0,086	0,001	0,087
Рентабельность всех операций по чистой прибыли	-0,111	0,000	0,112
Рентабельность производственных активов по результатам от основной деятельности	-0,077	0,052	0,129
Рентабельность продаж (основной деятельности)	-0,063	0,020	0,083
Рентабельность продаж по чистой прибыли	-0,128	0,000	0,128
Рентабельность собственного капитала (фактического)	-	0,025	-
Рентабельность активов по чистой прибыли	-0,132	0,001	0,132
Оборачиваемость активов	1,181	2,669	1,488
Оборачиваемость производственных активов	1,229	2,541	1,312
Оборачиваемость запасов и прочих оборотных активов	4,910	10,991	6,080
Длительность оборота запасов и прочих оборотных активов, дни	73,312	32,754	-40,558
Оборачиваемость краткосрочной дебиторской задолженности	7,618	8,903	1,285
Длительность оборота краткосрочной дебиторской задолженности, дни	47,254	40,435	-6,820
Оборачиваемость кредиторской задолженности	1,887	9,322	7,435
Длительность оборота кредиторской задолженности, дни	190,778	38,620	-152,159
Чистый производственный оборотный капитал	-369 740	754 348	1 124 088
Длительность оборота чистого производственного оборотного капитала, дни	-70,212	34,569	104,781
Чистый оборотный капитал (за вычетом кред. задолж.)	-75 856	792 680	868 536

Необходимо обратить внимание на то, что у предприятия в отличие от конца анализируемого периода, законченного с прибылью в 1 724 тыс. руб., на начало 2002 года имелись убытки, которые составили 241 791 тыс. руб.

Соответственно, большинство показателей рентабельности на начало периода были отрицательными.

Рентабельность собственного капитала (фактического) ОАО «КМЗ» (определяющая эффективность вложений средств собственников) изменилась с -68,290% до 2,500%.

Необходимым уточнением к анализу соотношения чистой прибыли и собственного капитала является оценка соотношения чистой прибыли и общей стоимости активов, то есть рентабельности активов. За анализируемый период рентабельность активов по чистой прибыли, которая отражает способность предприятия извлекать прибыль, исходя из имеющегося в его распоряжении имущества, в начале периода была отрицательной и варьировалась от -13,150% до 0,070%.

Значение рентабельности активов по чистой прибыли на конец анализируемого периода свидетельствует о весьма низкой эффективности использования имущества. Уровень рентабельности активов по чистой прибыли в размере 0,070% на конец 2005 года обеспечивается высокой оборачиваемостью активов, составившей на конец периода 2,669 оборота за год, при низкой (0,030%) доходности всех операций (по чистой прибыли).

В целом, динамика оборачиваемости активов, которая показывает, с какой скоростью совершается полный цикл производства и обращения, а также отражает уровень деловой активности предприятия, положительна (за 2002-2005 гг. отмечается резкое увеличение значения показателя с 1,181 до 2,669). Положительное влияние роста оборачиваемости активов заключается не только в том, что увеличивается показатель рентабельности активов, но и в том, что предприятию не требуется изыскивать дополнительные финансовые ресурсы для содержания активов, которые приносят достаточную отдачу.

Сопоставление динамики рентабельности всех операций (по чистой прибыли) и оборачиваемости активов показывает рост этих показателей за анализируемый период, что свидетельствует о положительных изменениях в финансовом состоянии предприятия.

Оценку эффективности управления основной деятельностью предприятия с точки зрения извлечения прибыли дает показатель рентабельности, рассчитываемый по результатам от основной деятельности. Рентабельность производственных активов (показывающая, какую прибыль приносит каждый рубль, вложенный в производственные активы предприятия) практически не изменилась и составила на конец периода 5,170%. Данная величина показателя рентабельности складывается из рентабельности продаж (основной деятельности), которая в конце анализируемого периода составила 2,030%, и оборачиваемости производственных активов, равной 2,541 оборота за год.

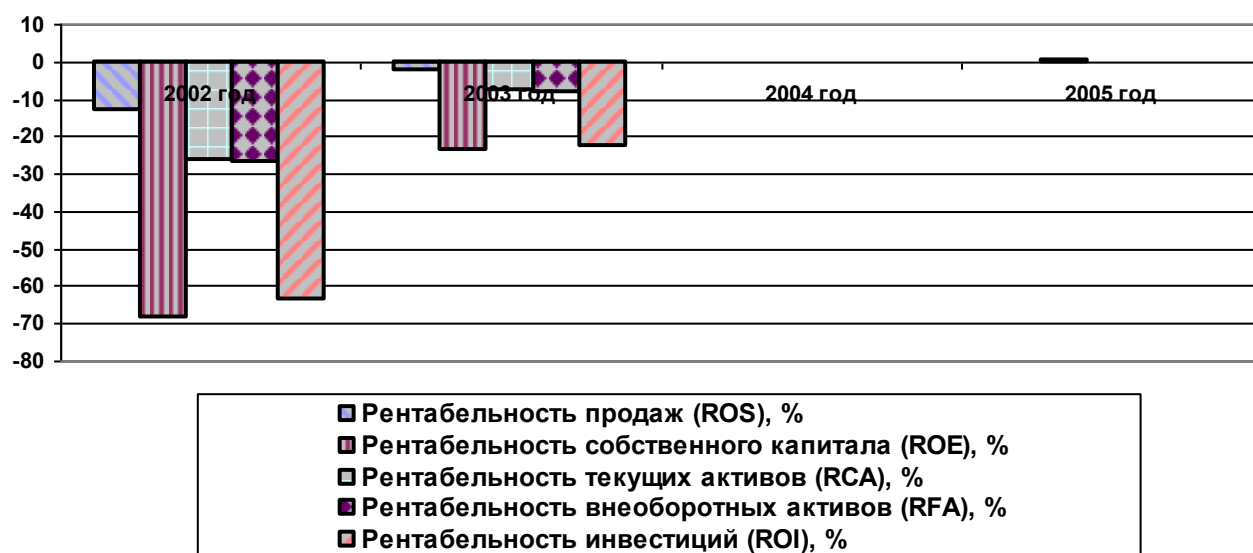


Рис. 6. Динамика показателей рентабельности ОАО «КМЗ» за 2002-2005 гг.: предприятию удалось преодолеть убыточность

Рентабельность всех операций (по прибыли до налогообложения) ОАО «КМЗ» в конце 2005 года составила 0,120% и была на 1,910 пунктов ниже показателя рентабельности продаж (основной деятельности). Таким образом, предприятие теряет часть своей эффективности за счет прочей деятельности.

Соотношение чистой прибыли и выручки от продаж, то есть показатель рентабельности продаж по чистой прибыли, отражает ту часть поступлений, которая остается в распоряжении предприятия с каждого рубля реализованной

продукции. Значение показателя в анализируемом периоде увеличилось с - 12,75% до 0,03%. Таким образом, у Предприятия расширяются возможности самостоятельно финансировать свой оборотный капитал, не привлекая для этих целей внешние источники. Данный коэффициент рассматривают в сочетании с такими показателями, как объем продаж и чистая прибыль в расчете на одного работника, объем продаж в расчете на единицу площади и т.п. Для этого необходимо дополнительно проанализировать калькуляцию затрат предприятия.

Длительность оборота запасов и прочих оборотных активов на конец периода составляет 33 дн., краткосрочной дебиторской задолженности 40 дн., а кредиторской задолженности 39 дн. Таким образом, длительность оборота чистого производственного оборотного капитала (длительность оборота запасов плюс длительность оборота краткосрочной дебиторской задолженности минус длительность оборота кредиторской задолженности) составляет 34 дн. и -71 дн. в начале анализируемого периода.

Следует обратить внимание на то, что средняя за анализируемый период величина длительности оборота чистого производственного оборотного капитала положительна, что обеспечивает платежеспособность ОАО «КМЗ» в долгосрочном периоде.

Если учесть, что чистый производственный оборотный капитал предприятия на конец анализируемого периода составляет 754 348 тыс. руб., то сокращение длительности его оборота на один день позволит высвободить денежные средства в размере среднедневной выручки 17 473,894 тыс. руб. Сокращения длительности оборота можно добиться за счет сокращения объема закупаемого сырья, сроков его хранения, снижения длительности производственного цикла, сокращения отсрочек платежей покупателям, увеличения длительности и объемов коммерческого кредита поставщиков.

Показатель длительности оборота краткосрочной задолженности по денежным платежам (37 дн.), рассматриваемый как индикатор платежеспособности в краткосрочном периоде, не превышал 180 дней. Таким

образом, можно предположить, что у предприятия хватит ресурсов, чтобы расплатиться с кредиторами.

Таблица 7

Динамика финансовой устойчивости ОАО «КМЗ» в 2002-2005 гг.

Наименование показателя	2002 г.	2005 г.	Отклонение
Соотношение заемного и собственного капитала (фактического)	2,837	45,357	42,520
Уровень собственного капитала (фактического)	0,261	0,022	-0,239
Коэффициент покрытия внеоборотных активов собственным капиталом (фактическим)	0,389	0,038	-0,351
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	-0,599	-0,302	0,296
Коэффициент покрытия	0,949	1,462	0,513
Промежуточный коэффициент покрытия	0,554	0,783	0,229
Коэффициент срочной ликвидности	0,300	0,042	-0,258
Коэффициент покрытия обязательств притоком денежных средств (коэф. Бивера)	-0,241	0,001	0,241
Интервал самофинансирования, дни	96,992	42,822	-54,169

Анализ финансовой устойчивости предприятия позволяет говорить о незначительном запасе прочности, обусловленном низким уровнем собственного капитала (фактического), который на конец анализируемого периода составил 0,022 (при рекомендуемом значении не менее 0,600).

Таким образом, к концу анализируемого периода у предприятия имелись ограниченные возможности привлечения дополнительных заемных средств без риска потери финансовой устойчивости.

Уменьшение уровня собственного капитала (фактического) за анализируемый период способствовало снижению финансовой устойчивости ОАО «КМЗ».

Коэффициент покрытия внеоборотных активов собственным капиталом (фактическим) на конец периода составил 0,038 (на начало 0,389) (при рекомендуемом для соблюдения требования финансовой устойчивости значении не менее 1). При этом коэффициент покрытия внеоборотных активов не только собственным, но и долгосрочным заемным капиталом на конец периода был равен 1,247 (на начало 0,417). Следовательно, на конец

анализируемого периода все долгосрочные активы финансируются за счет долгосрочных источников, что может обеспечить относительно высокий уровень платежеспособности предприятия в долгосрочном периоде. При этом динамика данного показателя может быть оценена как позитивная.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами составил на конец периода -0,302, что хуже установленного нормативного значения (0,10).

Соотношение заемного и собственного капитала (фактического) на начало анализируемого периода равнялось 2,837, на конец периода 45,357 (при рекомендуемом значении менее 0,700).

Коэффициент срочной ликвидности (отражающий долю текущих обязательств, покрываемых за счет денежных средств и реализации краткосрочных ценных бумаг) на конец периода составил 0,042, что на 0,258 пунктов ниже его значения на начало периода (0,300) при рекомендуемом значении от 0,20 до 0,40.

Промежуточный коэффициент покрытия (отражающий долю текущих обязательств, покрываемых оборотными активами за вычетом запасов) на конец периода составил 0,783, что на 0,229 пунктов выше его значения на начало периода (0,554) при рекомендуемом значении от 0,50 до 0,80.

Коэффициент покрытия краткосрочной задолженности оборотными активами на конец периода составил 1,462, что на 0,513 пунктов выше его значения на начало периода (0,949) при рекомендуемом значении от 1,00 до 2,00. Таким образом, за 2002-2005 гг. ОАО «КМЗ» стало способным погасить текущие обязательства за счет производственных запасов, готовой продукции, денежных средств, дебиторской задолженности и прочих оборотных активов.

Интервал самофинансирования (или платежеспособности) ОАО «КМЗ» на конец 2005 года составил 43 дн. (на начало 2002 года 97 дн.), что свидетельствует о низком уровне резервов у предприятия для финансирования своих затрат (без амортизации) в составе себестоимости и прочих издержек за счет имеющихся денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и

поступлений от дебиторов. В международной практике считается нормальным, если данный показатель превышает 360 дней.

Таким образом, на основании данных проведенного анализа финансового состояния предприятия можно сделать следующие основные выводы.

Валюта баланса ОАО «КМЗ» за 2002-2005 гг. увеличилась на 1203578 тыс. руб. или на 65,46%, что косвенно может свидетельствовать о расширении хозяйственного оборота.

В конце 2005 года предприятие получило прибыль. Наличие у предприятия чистой прибыли свидетельствует об имеющемся источнике пополнения оборотных средств. Величина чистой прибыли имеет благоприятную тенденцию к увеличению.

Увеличиваются сроки погашения дебиторской задолженности, т.е. ухудшается деловая активность предприятия. Растет дебиторская задолженность. Растут товарно-материальные запасы, увеличивается их оборачиваемость, а это, скорее всего, свидетельствует о рациональной финансово-экономической политике руководства предприятия.

Руководителям финансовых служб предприятия следует принять меры к увеличению рентабельности его собственного капитала, поскольку в конце анализируемого периода этот показатель находится на уровне ниже нормативного. Недостаток собственного капитала повышает риск неплатежеспособности компании.

Уровень заемного капитала настолько велик, что предприятие находится в сильной долговой зависимости, а значит высок риск его неплатежеспособности при возникновении сбоев в поступлении доходов.

Таким образом, хотя за исследуемый период и наметилась определенная положительная динамика, однако необходимо продолжить исследования платежеспособности ОАО «КМЗ» для того чтобы определить возможность банкротства предприятия.

2.3. Общая оценка платежеспособности и вероятности банкротства

2.3.1 Оценка обеспеченности запасов и затрат источниками финансирования

В процессе изготовления продукции (оказания услуг) в организации постоянно происходит пополнение запасов товарно-материальных ценностей, изменяются издержки в незавершенном производстве и расходы будущих периодов. Для пополнения запасов используются различные источники и заемные денежные средства. Исследуя наличие или недостаток финансовых средств для формирования запасов и затрат, можно прогнозировать риски и возможный связанный с ними уровень финансовой устойчивости организации.

Для определения роли каждого вида финансового источника в формировании запасов и затрат рассчитываются показатели для определения типа финансовой устойчивости предприятия (табл. 8).

Таблица 8

Анализ обеспеченности запасов источниками ОАО «КМЗ» за 2003-2005 гг.

Показатели	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006
1	2	3	4	5
1. Собственный капитал	343 363	270 308	68 932	60 804
2. Внеоборотные активы	909 946	981 255	770 297	1 706 377
3. Оборотные активы	924 952	997 799	1 271 499	1 331 119
4. Наличие собственных оборотных средств (п.1-п.2)	-566 583	-710 947	-701 365	-1 645 573
5. Долгосрочные пассивы	25 480	11 764	369 135	2 062 623
6. Наличие долгосрочных источников формирования запасов (п.4+п.5)	-541 103	-699 183	-332 230	417 050
7. Краткосрочные кредиты и заемные средства	480 000	561 279	817 109	389 360
8. Общая величина основных источников формирования запасов (п.6+п.7)	-61 103	-137 904	484 879	806 410
9. Общая величина запасов (включая неписанный НДС)	382 223	301 075	520 978	615 536

1	2	3	4	5
10. Излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств (п.4-п.9)	-948 806	-1 012 022	-1 222 343	-2 261 109
11. Излишек (+) или недостаток (-) долгосрочных источников формирования запасов (п.6-п.9)	-923 326	-1 000 258	-853 208	-198 486
12. Излишек (+) или недостаток (-) основных источников формирования запасов (п.8-п.9)	-443 326	-438 979	-36 099	190 874
13. Характеристика финансовой ситуации	(0;0;0)	(0;0;0)	(0;0;0)	(0;0;0)
14. Коэффициент маневренности (п.4/п.1)	-1,65	-2,63	-10,17	-27,06
15. Коэффициент автономии источников формирования запасов (п.4/п.8)	9,27	5,16	-1,45	-2,04
16. Коэффициент обеспеченности запасов собственными источниками (п.4/п.9)	-1,48	-2,36	-1,35	-2,67
17. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами (п.4/п.3)	-0,61	-0,71	-0,55	-1,24

Расчеты по показателям, соответствующим определенным типам финансовой устойчивости организации свидетельствуют о банкротном состоянии организации, при котором возможна практически остановка производственных процессов, ведь запасы не покрывают задолженности, рабочих отправляют принудительно в отпуск без сохранения содержания или они сами увольняются, администрация и собственники полностью отстраняются от управления организацией. Кстати, такая ситуация на предприятии уже была в недавнем прошлом.

Отрицательные значения показателей обеспеченности запасов источниками свидетельствуют о следующем:

- чрезмерных запасах и затратах, в том числе: — материальных ресурсов;
- высокой себестоимости продукции;
- чрезмерном недостатке собственных оборотных средств;
- чрезмерном недостатке собственных источников;

- высокой доли дебиторской задолженности в оборотных активах организации;
- низкой фондоотдаче основных средств организации, плохом их использовании;
- низкой рентабельности производственно-хозяйственной деятельности организации, отсутствии достаточной прибыли для распределения в фонд накопления.

На основе ранее сформированных таблиц так называемого горизонтального анализа показателей деятельности организации можно определить темпы изменения прибыли (П), выручки (ОР), активов (А) и других показателей.

Таблица 9

Расчет темпов изменения показателей деятельности ОАО «КМЗ»

№ п/п	Наименование показателя	Обозначение	Значение показателя (тыс. руб.)		Темпы изменения, %
			Предшествующий период	Отчетный период	
1	Прибыль	П	-85267	173	100,20%
2	Объем реализации продукции	ОР	3 659 670,0	6 290 602,0	71,89%
3	Стоимость активов (среднегодовая)	А	1 907 212,5	2 543 729,5	33,37%

В данном случае взято абсолютное значение показателя темпа роста прибыли. Определив темпы изменения каждого показателя, следует сравнить их динамику между собой.

При рассчитанных значениях темпов изменения прибыли, объемов реализации продукции и активов организации по сравнению с предшествующим периодом (при сравнении необходимо учитывать уровень инфляции) данное соотношение означает, что организация платежеспособна и ее финансовое состояние устойчиво, т. к.:

- прибыль увеличивается более высокими темпами по сравнению с ростом продаж продукции в результате снижения издержек производства и обращения;
- объем продаж возрастает более высокими темпами по сравнению с увеличением активов, т. е. ресурсы предприятия используются более рационально, эффективно.

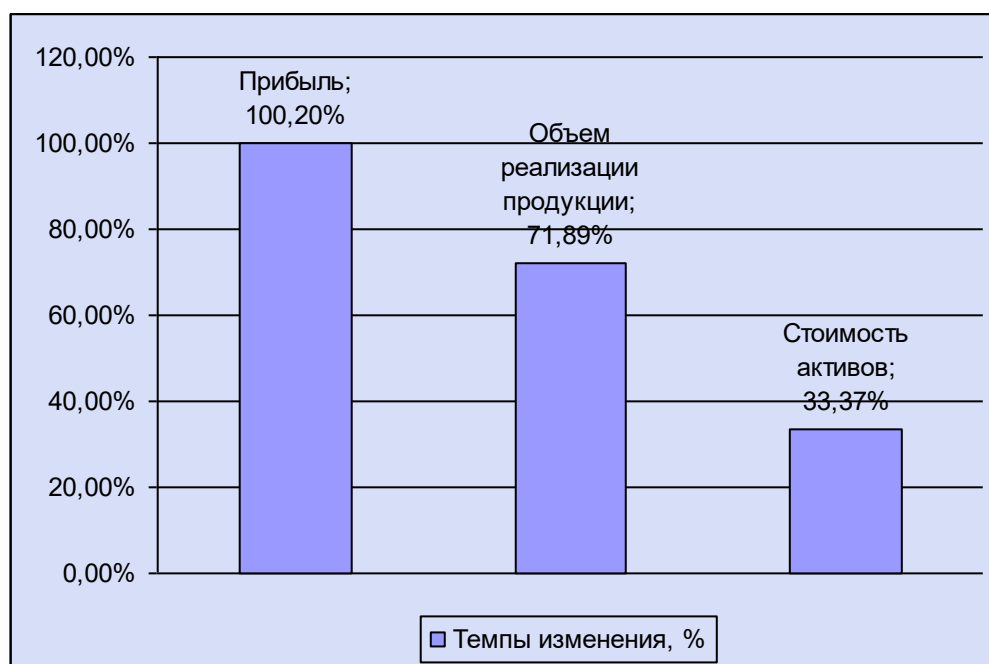


Рис. 7. Темпы изменения показателей

2.3.2 Прогнозирование банкротства предприятия

Опыт прогнозирования банкротства организации базируется в ряде случаев на факторных моделях. Среди множества методов можно выделить как наиболее распространенные четырех- и пяти-факторные модели. Британские ученые Р. Тафлер и Г. Тишоу предложили четырехфакторную модель Z-счета:

$$Z_4 = 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4, \text{ где}$$

X_1 = прибыль от реализации / краткосрочные обязательства;

X_2 = оборотные активы / сумма обязательств;

X_3 = краткосрочные обязательства / всего активов;

X_4 = выручка от реализации / всего активов.

В этой формуле пороговое значение Z-счета — 0,2.

Проведем расчет показателей по модели Р. Тафлера и Г. Тишоу (табл. 10).

Таблица 10

Оценка вероятности банкротства ОАО «КМЗ» по модели Р. Тафлера и Г. Тишоу

	Показатели	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006
1	Текущие активы (Итог оборотных активов)*	961 376	1 134 649	1 301 309
2	Сумма активов*	1 906 976	2 010 425	2 539 646
3	Краткосрочные обязательства*	1 578 077	1 650 356	1 258 899
4	Сумма обязательств*	1 583 959	1 834 923	2 290 211
5	Прибыль от реализации	48 829	103 908	127 970
6	Рыночная стоимость собственного капитала (Чистые активы)*	310 514	172 668	68 952
7	Объем продаж (выручка)	3 659 670	6 676 854	6 290 602
8	K1 (п.5 / п.3)	0,03	0,06	0,10
9	K2 (п.1 / п.4)	0,61	0,62	0,57
10	K3 (п.3 / п.2)	0,83	0,82	0,50
11	K4 (п.7 / п.2)	1,92	3,32	2,48
12	Z _T значение	0,55	0,79	0,61
13	Оценка значений Z : <0,2, очень высокая вероятность банкротства >0,3 вероятность банкротства невелика	Вероятность банкротства невелика, Z > 0,3	Вероятность банкротства невелика, Z > 0,3	Вероятность банкротства невелика, Z > 0,3

* берутся средние величины

Многие экономисты-аналитики используют пятифакторную модель Э. Альтмана (коэффициент вероятности банкротства). Этот коэффициент рассчитан по данным исследования совокупности 33 компаний, испытывающих финансовые кризисы. Точность такой модели до 70%.

В общем виде индекс кредитоспособности (Z) имеет вид¹⁶:

$$Z_{A5} = 1,2 \times \hat{E}_1 + 1,4 \times \hat{E}_2 + 3,3 \times \hat{E}_3 + 0,6 \times \hat{E}_4 + 1,0 \times \hat{E}_5$$

Применение критерия Z для российских компаний если и возможно, то с очень большими оговорками. Тем не менее уже имеется опыт расчета индекса Z для отечественных компаний нефтегазового комплекса¹⁷.

¹⁶ Ковалев В.В., Волкова О.Н. анализ хозяйственной деятельности, -м., Проспект, 2004. с. 385-386.

Оценка вероятности банкротства ОАО «КМЗ» по модели Э. Альтмана

№	Показатели	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006
1	Текущие активы (оборотные активы)	961 376	1 134 649	1 301 309
2	Сумма активов*	1 906 976	2 010 425	2 539 646
3	Заемный капитал (Сумма долгосрочных и краткосрочных обязательств)*	1 596 699	1 840 805	2 474 778
4	Нераспределенная (реинвестированная) прибыль	-605 566	-574 633	-569 869
5	Прибыль до налогообложения	-73 464	18 808	7 838
6	Рыночная стоимость собственного капитала (Чистые активы)*	310 514	172 668	68 952
7	Объем продаж (выручка)	3 659 670	6 676 854	6 290 602
8	K1 (п.1 / п.2)	0,50	0,56	0,51
9	K2 (п.4 / п.2)	-0,32	-0,29	-0,22
10	K3 (п.5 / п.2)	-0,04	0,01	0,00
11	K4 (п.6 / п.3)	0,19	0,09	0,03
12	K5 (п.7 / п.2)	1,92	3,32	2,48
13	Значение	2,07	3,69	2,80
14	Оценка значений: <1,81, очень высокая вероятность банкротства >2,7, вероятность банкротства невелика	Вероятность банкротства средняя, 1,81<Z< 2,7	Вероятность банкротства невелика, Z > 2,7	Вероятность банкротства невелика, Z > 2,7

* берутся средние величины

Учеными Иркутской государственной экономической академии предложена своя четырехфакторная модель прогноза риска банкротства (модель R-счёта), которая внешне очень похожа на многофакторную модель Альтмана для предприятий, акции которых не котируются на бирже, но отличается аналитическими коэффициентами:

$$R = 8,38K_1 + K_2 + 0,054K_3 + 0,63K_4,$$

где K_1 - доля оборотных средств в активах (отношение текущих активов к общей сумме активов);

K - рентабельность собственных средств (отношение чистой прибыли к величине собственных средств);

К - отдача всех активов (отношение выручки от реализации к общей сумме активов);

К - рентабельность производства (отношение чистой прибыли к затратам на производство и реализацию продукции).

Достоинством данной модели является учет российской специфики хозяйственной деятельности предприятий, однако, она требует дальнейшей проработки, учитывающей отраслевые аспекты.

Таблица 12

Оценка вероятности банкротства ОАО «КМЗ» по R-счёта ИГЭА

	Показатели	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006
1	Сумма активов*	1 906 976	2 010 425	2 539 646
2	Собственный оборотный капитал*	-620 143	-515 707	42 410
3	Собственный капитал*	306 836	169 620	64 868
4	Себестоимость произведенной продукции	3 579 316	6 527 219	6 036 988
5	Объем продаж (выручка)	3 659 670	6 676 854	6 290 602
6	Чистая прибыль	-85 267	119	173
7	K1 (п.2 / п.1)	-0,33	-0,26	0,02
8	K2 (п.6 / п.3)	-0,28	0,00	0,00
9	K3 (п.5 / п.1)	1,92	3,32	2,48
10	K4 (п.6 / п.4)	-0,02	0,00	0,00
11	Значение	-2,91	-1,97	0,28
12	Оценка значений: <0,18, высокая вероятность банкротства (60-80%) 0,18-0,32, вероятность банкротства средняя (30-50%) 0,32-0,42, вероятность банкротства невелика (30-50%). >0,42, вероятность банкротства очень мала (<30%)	Вероятность банкротства высокая (60 - 80%), Z < 0,18	Вероятность банкротства высокая (60 - 80%), Z < 0,18	Вероятность банкротства средняя (менее 30-50%), 0,18<Z< 0,32

* берутся средние величины

Следует отметить, что хотя показатели некоторые из z-счетов демонстрируют невысокую вероятность банкротства предприятия, однако по R-счёту банкротство предприятия возможно.

Поэтому применим Модель Фулмера классификации банкротства. Общий вид модели:

$$H = 5.528 V_1 + 0.212 V_2 + 0.073 V_3 + 1.270 V_4 - 0.120 V_5 + 2.335 V_6 + 0.575 V_7 + 1.083 V_8 + 0.894 V_9 - 6.075.$$

Значения показателей даны в таблице (табл. 13)

Таблица 13

Показатели классификации банкротства ОАО «КМЗ» по модели
Фулмера

	2002 год	2003 год	2004 год	2005 год
Соотношение нераспред. прибыли прошлых лет и сумм. активов (V1)	-0,16			
Соотношение чистого объема продаж и сумм. активов (V2)	1,03	1,53	3,26	2,07
Соотношение прибыли до налога и сумм. активов (V3)	-0,10	0,00	0,01	0,00
Соотношение чистой прибыли и суммарных обязательств (V4)	-0,16	-0,04	0,00	0,00
Соотношение долгосрочных обязательств и сумм. активов (V5)	0,01	0,01	0,18	0,68
Соотношение краткосрочных обязательств и сумм. активов (V6)	0,79	0,86	0,78	0,30
Логарифм от материальных активов (V7)	6,08	6,06	6,07	6,08
Соотношение оборотного капитала и сумм. обязательства (V8)	0,63	0,59	0,65	0,45
Логарифм от соотношения прибыли до налога и выпл. % (V9)		-0,05	0,09	0,04
H-показатель Фулмера	-0,92	0,27	0,70	-1,00

Наступление платежеспособности неизбежно при $H < 0$. Поэтому состояние ОАО «КМЗ» можно оценить как банкротное, что в основном совпадает с данными финансового анализа.

2.4. Оценка бизнеса на основе экономической добавленной стоимости

Проведем оценку стоимости акционерного капитала. Для расчета средневзвешенной стоимости капитала (WACC) необходимо определить стоимость акционерного капитала. Для этого можно использовать модель оценки долгосрочных активов (Capital Assets Pricing Model, CAPM). Основная идея модели заключается в предположении, что альтернативная стоимость акционерного капитала зависит от ставок, сложившихся на рынке, а также от доли риска, с которой связаны вложения в рассматриваемую компанию.

Понятно, что трудно оценить абсолютную долю риска, поэтому на практике применяют относительный коэффициент, который показывает, насколько вложения в определенную компанию рискованнее вложений в среднем по рынку, — так называемый фактор β).

Для построения модели CAPM необходимо выполнить несколько шагов:

Определим ставку доходности безрисковых активов R . В качестве (относительно) безрисковых активов могут выступать государственные ценные бумаги или, например, векселя Сбербанка РФ. В течение 2005 г. Министерство финансов РФ успешно провело 20 аукционов по размещению ГКО/ОФЗ объемом около 165,7 млрд руб., Уровень доходности по средневзвешенной цене на аукционах варьировал от 6,22 до 8,85% годовых. Принимаем среднее значение 7.54% – $(8.85-6.22):2$.

Определим показатель доходности в среднем по рынку на примере 2005 года. За прошедший 2005 г. российский фондовый индекс РТС вырос на 518,03 пункта – с 607,57 до 1125,6 пункта, что в процентном отношении к значению индекса на момент закрытия торгов 11 января 2005 г. составляет 85,26%. Принимаем показатели доходности за 2002-2004 годы аналогично. Для прогнозных показателей рассчитываем изменение на базе имеющихся статистических показателей за четыре года.

Оценим фактор риска (фактор β). Вложение денег в рассматриваемую компанию несет в себе фактор риска, который можно оценить относительно среднего риска на рынке. Обычно β варьируется от 0,5 до 1,5. С учетом вероятности банкротства для рассматриваемой компании ОАО «КМЗ» он составляет 1,5.

Стоимость акционерного капитала K_s будет рассчитана следующим образом:

$$K_s = 7.54\% + (27-7.54) \times 1,5 = 29.19$$

В некоторых случаях модель CAPM имеет дополнительные показатели.

$$K_s = R + \beta * (R_m - R) + x + y + f$$

где

R - безрисковая ставка доходности (например, ставка по депозитам) (%)

R_m - средняя доходность акций на фондовом рынке (%)

β - коэффициент «бета», измеряющий уровень рисков, вносящий коррективы и поправки

x - премия за риски, связанные с недостаточной платежеспособностью, примем по рекомендации 5¹⁸ (%)

y - премия за риски закрытой компании, связанные с недоступностью информации о финансовом состоянии и решениях менеджмента (%)

f - премия за страновой риск (%), в 2005—2006 годах она оценивается в 9,4%.

Для оценки средневзвешенной стоимости капитала необходимо выполнить следующие действия:

Определить источники финансирования компании и соответствующие им затраты на капитал.

Поскольку проценты по займам, как правило, уменьшают базу для расчета налога на прибыль, то для оценки стоимости долгосрочного заемного капитала надо умножить его величину на коэффициент $(1 - T)$, где T — ставка налога на прибыль, выраженная в процентах. Ставка налога равна 24%. Стоимость акционерного капитала не корректируется на ставку налога, поскольку дивиденды не снижают базы для налогообложения.

Для каждого из источников финансирования определяется его доля в общей сумме капитала.

Для того чтобы рассчитать WACC, необходимо стоимость каждого из элементов капитала (выраженную в процентах) умножить на его удельный вес в общей сумме капитала.

Полученная величина WACC будет выступать фактором дисконтирования при проведении расчета экономической добавленной

¹⁸ Оценка стоимости предприятия (бизнеса). -М.: ИКЦ «МарТ», Ростов н/Д: Издательский центр «МарТ», 2004. с. 123-124.

стоимости. Для определения прогнозных значений основных балансовых статей и показателей отчета о прибылях и убытках ОАО «КМЗ» использована линейная регрессия на базе фактических значений.

Таблица 13

Расчет экономической добавленной стоимости (EVA)

Наименование статьи	Факт				Прогноз		
	2002 год, тыс. руб.	2003 год, тыс. руб.	2004 год, тыс. руб.	2005 год, тыс. руб.	2006 год, тыс. руб.	2007 год, тыс. руб.	2008 год, тыс. руб.
0	1	2	3	4	5	6	7
Совокупный капитал (capital)	1831859	1982566	2045139	3042320	3148960	3518356	3887751
Беспроцентные текущие обязательства (non% current liabilities)	979172	1136634	787015	525178	429100	257939	86779
Совокупный использованный капитал (capital employed) (CE)	852687	845932	1258124	2517142	2719861	3260416	3800972
Доля собственного капитала (Ws), руб.	347207	273060	72078	65446	71991	79190	87109
Доля собственного капитала (Ws), %	40,72%	32,28%	5,73%	2,60%	2,65%	2,43%	2,29%
Доля заемного капитала (Wd), руб.	505480	572872	1186046	2451696	2791979	3437161	4082343
Доля заемного капитала (Wd), %	59,28%	67,72%	94,27%	97,40%	102,65%	105,42%	107,40%
Безрисковая процентная ставка (R)	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%	0,074%
Коэффициент бета (b)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Средняя доходность акций на фондовом рынке (%)	39,76%	58,11%	6,16%	83,72%	66,92%	74,92%	82,91%
Премия за риски, связанные с недостаточной платежеспособностью	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Премия за страновой риск	0,094%	0,094%	0,094%	0,094%	0,094%	0,094%	0,094%
Стоимость собственного капитала (Ks)	59,75%	87,27%	9,35%	125,69%	100,49%	112,48%	124,47%

0	1	2	3	4	5	6	7
годовая процентная ставка по кредитам (r)	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%
Ставка налога на прибыль (Т)	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Стоимость заемного капитала (Kd)	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%
Средневзвешанная стоимость капитала (WACC)	34,58%	39,88%	16,84%	20,11%	20,41%	20,96%	21,42%

С точки зрения акционера, приобретение акций какой-либо компании представляет собой инвестиционный проект, о выгодности которого он должен подумать, прежде чем принимать решение. В последние годы в качестве показателя результатов деятельности компаний и их структурных подразделений все более широко применяется показатель добавленной экономической стоимости (EVA). Как это уже было показано в первой главе дипломной работы, показатель экономической стоимости концептуально близок к показателю бухгалтерской чистой прибыли. Ключевые различия между EVA и традиционными параметрами результатов деятельности состоят в том, что при определении экономической стоимости вместо расходов по процентам по полученным займам учитываются средневзвешенные затраты на привлечение капитала.

Расчет добавленной экономической стоимости (EVA) приведен в таблице 15.

Таблица 15

Расчет показателя EVA ОАО «КМЗ» за 2002-2008 гг., тыс. руб.

Наименование статьи	Факт				Прогноз		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
0	1	2	3	4	5	6	7
Затраты на использованный капитал (Cost of Capital)	294860	337362	211807	506158	555077	683358	814262
Скорректированная прибыль после уплаты налога на прибыль (NOPAT)	-241791	-85267	119	173	227	281	335

0	1	2	3	4	5	6	7
Экономическая добавленная стоимость (EVA)	-536651	-422629	-211688	-505985	-554850	-683077	-813927
Совокупная экономическая добавленная стоимость (EVA) за весь период (7 лет) нарастающим итогом	-536651	-959280	-1170969	-1676954	-2231804	-2914882	-3728808
Доходность инвестированного капитала (ROCE)	-28,36%	-10,08%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Spred (разница между ROCE и WACC)	-62,94%	-49,96%	-16,83%	-20,10%	-20,40%	-20,95%	-21,41%

Ниже, на графике приводится динамика изменения экономической добавленной стоимости (EVA).

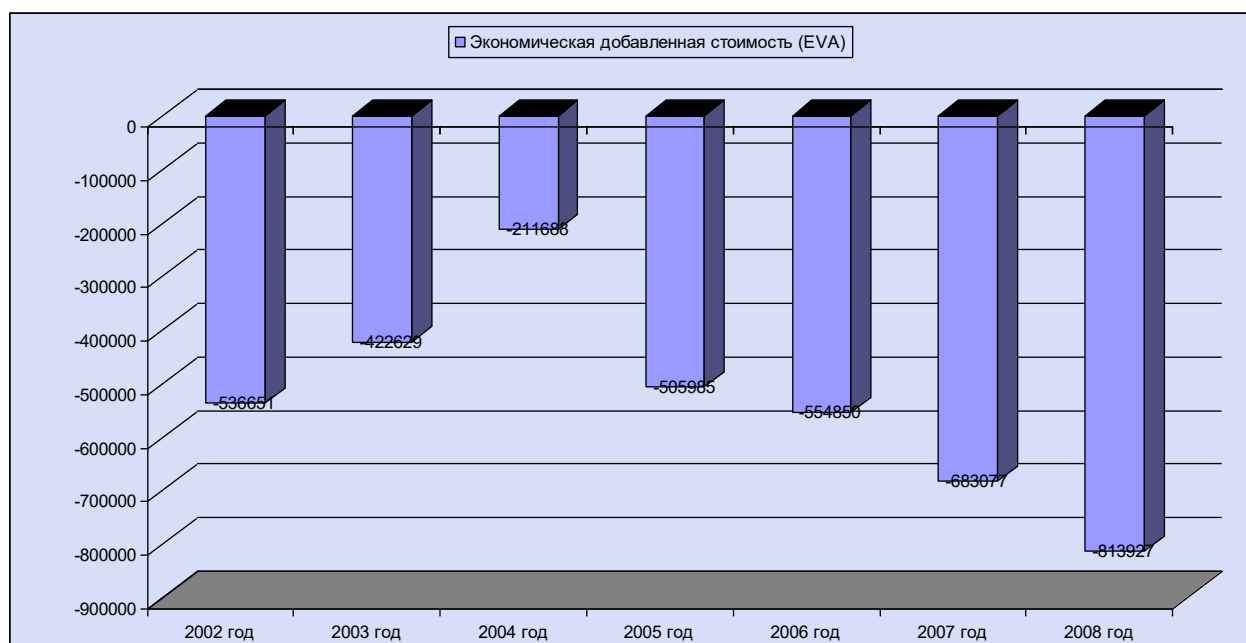


Рис. 8. Динамика Экономической добавленной стоимости (EVA) ОАО «КМЗ» за 2002-2008 гг.

Так как расчетные и прогнозные значения $EVA < 0$, то это означает, что за рассмотренный период отсутствует рост стоимости компании. Компания не эффективно использовала имеющийся в ее распоряжении капитал. В этом случае капитал компании не обеспечил даже норму возврата на вложенный капитал, установленный собственником компании и не принес дополнительного дохода (добавленной стоимости).

В этом случае $ROCE < WACC$, то, следовательно, компании не удалось заработать добавочную стоимость компании, так как доходность капитала инвестора, заработанная компанией за определенный период оказалась меньше требуемой им барьерной ставки доходности. Компания заработала доходность, меньшую, чем доходность, требуемую инвестором (отрицательный спрэд). Попытка ОАО «Косогорский металлургический завод» выйти на фондовый рынок со своими акциями в 2003 году окончилась неудачей в связи с отсутствием заявок. В 2006 предпринята очередная попытка, однако следует отметить, что динамика фондового рынка не способствует торговле акциями предприятия с такими показателями. Однако, завод, открытый в 1897 году, остается одним из ведущих в отрасли и, все же может стать привлекательным для инвесторов. Уникальность тульского чугуна состоит в том, что руда для его производства завозится из Австралии, что позволяет получать продукт с характеристиками, отвечающими лучшим мировым образцам. Поэтому стоит предпринять шаги по управлению стоимостью предприятия. К этому подталкивают несколько обстоятельств.

Отделение владения акционерным (собственным) капиталом от функций контроля над этим капиталом, осуществляемых профессиональными менеджерами, создает потенциальный конфликт интересов. Менеджеры, которые управляют компанией, вовсе не обязательно руководствуются в своей деятельности интересами собственников и преследуют цели повышения их благосостояния. Экономисты называют это проблемой агентских отношений. Управление корпорацией на основе показателя EVA ведет к максимизации благосостояния акционеров (собственников). Для достижения этой цели акционеры (собственники) должны компенсировать (вознаграждать) старания менеджеров исходя из достигнутого ими прироста показателя EVA. Использование EVA заставляет людей отчитываться не только за результаты, но и за ресурсы, использованные для достижения этих результатов. Например, если применяется подход, отличающийся от системы, основанной на EVA, то работники отдела маркетинга, как правило, требуют выделения больших

ресурсов, чтобы продавать больше и получать более высокую компенсацию за свой труд, которая базируется на объеме продаж, даже когда величина маржинальной прибыли организации меньше суммы маржинальной себестоимости возросшего объема продаж.

Большинство компаний оценивают маржинальную рентабельность своей продукции без учета альтернативной стоимости акционерного (собственного) капитала. Допустим, что какая-то компания считает одно из своих направлений деятельности прибыльным (согласно традиционным показателям оценки) и решает инвестировать в него дополнительные средства, чтобы увеличить производство.

В принципе же видно, что результаты расчета экономической добавленной стоимости хорошо дополняют результаты финансового анализа и дают много информации для принятия взвешенных управленческих решений.

В третьей главе дипломной работы ставится задача, опираясь на результаты проведенного анализа провести дальнейший углубленный анализ факторов, изменение которых может привести к росту EVA ОАО «Косогорский металлургический завод» и на этом основании выработать рекомендации по совершенствованию финансово-хозяйственной политики.

Глава 3. Мероприятия по повышению стоимости ОАО «Косогорский металлургический завод»

3.1. Анализ устойчивости экономического роста

Устойчивость экономического роста позволяет предположить, что предприятию не грозит банкротство. Вполне очевидно, что неустойчивое развитие предполагает вероятность банкротства предприятия. Поэтому перед руководством и менеджерами стоит очень серьезная задача — обеспечить устойчивые темпы его экономического развития.

Как известно, увеличение объемов деятельности предприятия (выпуска и продаж продукции) зависит от роста его имущества, т. е. активов. Для этого требуются дополнительные финансовые ресурсы, приток которых может быть обеспечен за счет внутренних и внешних источников финансирования. К внутренним источникам относятся прежде всего прибыль, направляемая на развитие производства (реинвестированная прибыль), и начисленная амортизация. Они пополняют собственный капитал предприятия, однако он может быть увеличен и извне, за счет эмиссии акций, хотя их выпуск и реализация угрожают самостоятельности руководства предприятия в принятии управленческих решений (дивидендной политики, финансовой стратегии и др.). Кроме того, дополнительный приток финансовых ресурсов можно обеспечить благодаря привлечению таких внешних источников, как банковские кредиты, займы, средства кредиторов. При этом рост заемных средств должен быть ограничен разумным (оптимальным) пределом, так как с увеличением доли заемного капитала ужесточаются условия кредитования, предприятие несет дополнительные расходы, следовательно, увеличивается вероятность банкротства.

В связи с этим темпы экономического развития предприятия в первую очередь определяются темпами увеличения реинвестированного собственного капитала. Они зависят от многих факторов, отражающих эффективность текущей (рентабельность реализованной продукции, оборачиваемость

собственного капитала) и финансовой (дивидендная политика, финансовая стратегия, выбор структуры капитала) деятельности.

В учетно-аналитической практике степень возможностей предприятия по расширению основной деятельности за счет реинвестирования собственного капитала определяется с помощью коэффициента устойчивости экономического роста (K_{yp}), который выражается в процентах и исчисляется как отношение реинвестированной прибыли (P^{PI}) к среднегодовой величине собственного капитала (СК). Величина P^{PI} определяется по данным формы № 3 как сумма прибыли, направленной в фонды накопления и остатки нераспределенной прибыли. Исходная формула:

$$\hat{E}_{\odot\odot} = \frac{D^+ - D^i}{\tilde{N}\hat{E}} \cdot 100 = \frac{D^{PI}}{\tilde{N}\hat{E}} \cdot 100$$

где $P^ч$ — чистая прибыль (нераспределенная прибыль);

$P^д$ — прибыль, направленная на выплату доходов акционерам, материальные поощрения, социальные и другие нужды;

P^{PI} — прибыль, направленная на развитие производства (реинвестированная прибыль);

$\tilde{N}\hat{E}$ — собственный капитал.

Коэффициент устойчивости экономического роста показывает, какими темпами в среднем увеличивается экономический потенциал предприятия.

Для оценки влияния факторов, отражающих эффективность финансово-хозяйственной деятельности на степень устойчивого развития предприятия, обычно используют следующую модель:

$$\hat{E}_{\odot\odot} = \frac{D^{PI}}{D^+} \cdot \frac{D^+}{Q^p} \cdot \frac{Q^p}{B} \cdot \frac{\bar{B}}{\tilde{N}\hat{E}} \cdot 100$$

Или

$$K_{yp} = \hat{E}^{PI} \cdot \hat{E}_p^Q \cdot f \cdot \hat{E}^{\odot\odot}$$

где $\hat{E}^{D\bar{I}}$ характеризует дивидендную и социальную политику на предприятии, выражающуюся в выборе экономически целесообразного соотношения между выплачиваемыми дивидендами, материальными поощрениями, социальными расходами и прибылью, реинвестированной в развитие производства;

$\hat{E}_p^Q$ -характеризует рентабельность реализованной продукции (работ, услуг);

$K^{\Phi\bar{3}}$ — коэффициент финансовой зависимости, характеризующий соотношение между заемным и собственным капиталом.

Модель отражает воздействие как производственной (второй и третий факторы), так и финансовой (первый и четвертый факторы) деятельности предприятия на коэффициент устойчивости экономического роста. При этом, как следует из модели, предприятие имеет возможность использовать определенные экономические рычаги воздействия на рост этого коэффициента:

— снижение доли выплачиваемых дивидендов;

— повышение ресурсоотдачи;

— повышение рентабельности продукции;

— изыскание возможности получения экономически оправданных кредитов и займов. Приведенная факторная модель может быть расширена за счет включения в нее таких важных показателей финансового состояния предприятия, как: обеспеченность собственным оборотным капиталом; ликвидность текущих активов; оборачиваемость оборотных средств; соотношение краткосрочных обязательств и собственного капитала предприятия. Расширенная факторная модель для расчета коэффициента устойчивости экономического роста выглядит следующим образом:

$$\hat{E}_{\phi\delta} = \frac{\hat{D}^{D\bar{I}}}{\hat{D}^{\bar{I}}} \cdot \frac{\hat{D}^{\bar{I}}}{Q^P} \cdot \frac{Q^P}{\hat{E}^c} \cdot \frac{\overline{E^c}}{\overline{R^A}} \cdot \frac{\overline{R^A}}{\hat{E}^O} \cdot \frac{\hat{E}^O}{\overline{B}} \cdot \frac{\overline{B}}{\hat{N}\hat{E}} \cdot 100$$

$$K_{yp} = \hat{E}^{D\bar{I}} \cdot \hat{E}_p^Q \cdot \hat{E}^{\bar{I}A} \cdot \hat{E}^{\bar{n}} \cdot \hat{E}^{\bar{I}} \cdot \hat{E}^{\bar{E}} \cdot \hat{E}^{\phi\bar{C}}$$

$$\hat{E}^{Di} = \frac{D^{Di}}{D^+} \text{ — доля прибыли реинвестированная в производство,}$$

определяемая отношением прибыли, направленной на развитие предприятия, к сумме чистой прибыли;

$$\hat{E}_p^Q = \frac{D^+}{Q^p} \text{ — рентабельность реализованной продукции}$$

(работ, услуг), определяемая отношением чистой прибыли к выручке от реализации товаров, продукции, работ, услуг;

$$\hat{E}^{ia} = \frac{Q^p}{E^c} \text{ — оборачиваемость собственного оборотного капитала,}$$

определяемая отношением выручки от реализации продукции (работ, услуг) к сумме собственного оборотного капитала;

$$\hat{E}^{\tilde{n}} = \frac{\overline{E^c}}{R^A} \text{ — обеспеченность собственным оборотным капиталом,}$$

определяемая отношением собственного оборотного капитала к сумме текущих (оборотных) активов;

$$\hat{E}^i = \frac{\overline{R^A}}{\hat{E}^O} \text{ — коэффициент текущей ликвидности (покрытия),}$$

определяемый отношением текущих оборотных активов к сумме текущих пассивов (краткосрочных обязательств);

$$\hat{E}^{\hat{E}} = \frac{\overline{\hat{E}^O}}{B} \text{ — доля краткосрочных обязательств в капитале предприятия,}$$

определяемая отношением текущих пассивов (краткосрочных обязательств) к валюте (итогу) баланса;

$$\hat{E}^{\hat{O}\zeta} = \frac{\overline{B}}{\tilde{NE}} \text{ — коэффициент финансовой зависимости, определяемый}$$

отношением валюты (итога) баланса к собственному капиталу.

Факторный анализ динамики коэффициента устойчивости экономического роста производится на основании данных форм № 1, № 2 и № 3 бухгалтерской отчетности (табл. 16).

Таблица 16

Факторный анализ устойчивости экономического роста ОАО «КМЗ» в 2005 году

Показатели	Обозначение	2004 год	2005 год	Изменение	
				в абсолютной величине	в%
А	Б	1	2	3	4
1. Чистая прибыль, тыс. руб.	$P^ч$	119	173	54	45,38%
2. Дивиденды, средства на материальное поощрение и социальное развитие, тыс. руб.	$P^д$	0	0	0	
3. Прибыль, направленная на развитие предприятия (реинвестированная), тыс. руб.	$P^{рп}$	119	173	54	45,38%
4. Выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг в действующих ценах (без НДС и акцизов), тыс. руб.	Q^p	6676854	6290602	-386252	-5,78%
5. Среднегодовая сумма всех средств (активов) предприятия, тыс. руб.	В	2013853	2543730	529877	26,31%
6. Среднегодовая сумма собственного капитала, тыс. руб.	СК	172569	68762	-103807	-60,15%
7. Среднегодовая сумма оборотных активов, тыс. руб.	R^a	1138077	1780143	642066	56,42%
8. Среднегодовая сумма собственного оборотного капитала, тыс. руб.	E^c	-512758	521054	1033812	-201,62%
9. Среднегодовая сумма краткосрочных обязательств, тыс. руб.	K^o	1650834	1259089	-391746	-23,73%
10. Коэффициент, характеризующий долю реинвестированной в производство прибыли (стр. 3: стр. 1)	$K^{рп}$	1,00	1,00	0	0,00%
11. Рентабельность (доходность) реализованной продукции, % (стр. 1: стр. 4 100).	K^{qp}	0,002%	0,003%	0,001%	54,30%
12. Оборачиваемость собственного оборотного капитала, раз (стр. 4: стр. 8)	$K^{об}$	-13,021	12,073	25,095	-192,71%
13. Коэффициент обеспеченности собственным оборотным капиталом (стр. 8: стр. 7)	K^c	-0,4505	0,2927	0,743	-164,97%

А	Б	1	2	3	4
14. Коэффициент текущей ликвидности (покрытия) (стр. 7: стр. 9)	$K^П$	0,689	1,414	0,724	105,08%
15. Коэффициент, характеризующий долю краткосрочных обязательств в капитале предприятия (стр. 9: стр. 5)	K^K	0,820	0,495	-0,325	-39,62%
16. Коэффициент финансовой зависимости (стр. 5: стр. 6)	$K^{\Phi 3}$	11,670	36,993	25,323	217,00%
17. Коэффициент устойчивости экономического роста, % ((стр. 3: стр. 6) • 100)	K_{yp}	0,07%	0,25%	0, 18%	264,85%

Согласно данным таблицы коэффициент устойчивости экономического роста увеличился в отчетном году по сравнению с предыдущим годом на 0,18 процентных пункта и составил 0,25%. Это произошло в результате воздействия следующих факторов:

1. Постоянная доля прибыли, реинвестированной в производство не привела к повышению коэффициента устойчивости экономического роста на:

$$\Delta K_{yp} = \Delta \hat{E}^{D\bar{I}} \cdot \hat{E}_{p0}^Q \cdot \hat{E}^{\hat{a}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{n}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{I}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{E}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{O}C}_0$$

$$\Delta K_{yp} = 0 \cdot 0,002\% \cdot (-13,021) \cdot (-0,4505) \cdot 0,689 \cdot 0,820 \cdot 11,670 = 0.$$

2. Повышение уровня рентабельности реализованной продукции на 0,001% способствовало повышению коэффициента устойчивости экономического роста на 0, 04 пункта:

$$\Delta K_{yp} = \Delta \hat{E}^Q_p \cdot \hat{E}^{D\bar{I}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{a}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{n}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{I}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{E}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{O}C}_0$$

$$\Delta K_{yp} = 0,001\% \cdot 1 \cdot (-13,021) \cdot (-0,4505) \cdot 0,689 \cdot 0,820 \cdot 11,670 = 0, 04.$$

3. Увеличение количества оборотов, совершенных собственным оборотным капиталом, на 25,095 ввиду отрицательного коэффициента обеспеченности собственным оборотным капиталом в 2004 году привело к снижению коэффициента устойчивости экономического роста на -0,0021 пункта:

$$\Delta K_{yp} = \Delta \hat{E}^{\hat{a}} \cdot \hat{E}^{D\bar{I}}_1 \cdot \hat{E}_{p1}^Q \cdot \hat{E}^{\hat{n}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{I}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{E}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{O}C}_0$$

$$\Delta K_{yp} = 25,095 \cdot 0,003\% \cdot 1,00 \cdot (-0,4505) \cdot 0,689 \cdot 0,820 \cdot 11,670 = -0, 21.$$

4. Повышение степени обеспеченности собственным оборотным капиталом на 0,743 пункта привело к росту коэффициента устойчивости экономического роста на 0,16 пункта:

$$\Delta K_{yp} = \Delta \hat{E}^{\hat{n}} \cdot \hat{E}^{D\hat{I}}_1 \cdot \hat{E}^Q_{p1} \cdot \hat{E}^{\hat{a}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{I}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{E}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{O}C}_0$$

$$\Delta K_{yp} = 0,743 \cdot 12,073 \cdot 0,003\% \cdot 1,00 \cdot 0,689 \cdot 0,820 \cdot 11,670 = +0,0016.$$

5. Рост ликвидности текущих активов на 0,724 пункта привел к росту коэффициента устойчивости экономического роста на 0,07 пункта:

$$\Delta K_{yp} = \Delta \hat{E}^{\hat{I}} \cdot \hat{E}^{D\hat{I}}_1 \cdot \hat{E}^Q_{p1} \cdot \hat{E}^{\hat{a}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{n}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{E}}_0 \cdot \hat{E}^{\hat{O}C}_0$$

$$\Delta K_{yp} = 0,724 \cdot 0,2927 \cdot 12,073 \cdot 0,003\% \cdot 1,00 \cdot 0,820 \cdot 11,670 = +0,07.$$

6. Снижение доли краткосрочных обязательств в капитале предприятия на -0,325 пункта способствовало снижению коэффициента устойчивости экономического роста на -0,05 пункта:

$$\Delta K_{yp} = \Delta \hat{E}^{\hat{E}} \cdot \hat{E}^{D\hat{I}}_1 \cdot \hat{E}^Q_{p1} \cdot \hat{E}^{\hat{a}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{n}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{I}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{O}C}_0$$

$$\Delta K_{yp} = -0,325 \cdot 1,414 \cdot 0,2927 \cdot 12,073 \cdot 0,003\% \cdot 1,00 \cdot 11,670 = -0,05.$$

7. Повышение степени финансовой зависимости на 25,323 пункта привело к увеличению коэффициента устойчивости экономического роста на 0,17 пункта:

$$\Delta K_{yp} = \Delta \hat{E}^{\hat{O}C} \cdot \hat{E}^{D\hat{I}}_1 \cdot \hat{E}^Q_{p1} \cdot \hat{E}^{\hat{a}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{n}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{I}}_1 \cdot \hat{E}^{\hat{E}}_1$$

$$= 25,323 \cdot 1,00 \cdot 0,003\% \cdot 12,073 \cdot 0,2927 \cdot 1,414 \cdot 0,495 = +0,17.$$

Общее повышение коэффициента устойчивости экономического роста по факторам составляет (в процентных пунктах):

$$0 + 0,04 + -0,21 + 0,16 + 0,07 - 0,05 + 0,17 = 0,18$$

что соответствует общему изменению коэффициента устойчивости экономического роста по сравнению с прошлым годом (0,25% — 0,07%).

Повышение темпов экономического роста по сравнению с предыдущим годом на 0,18% было достигнуто за счет:

— роста ликвидности текущих активов;

— роста уровня рентабельности реализованной продукции;

—повышения степени обеспеченности оборотных активов собственным оборотным капиталом.

Способствовала развитию предприятия и финансовая стратегия: изменение соотношения заемного (более дешевого) и собственного капитала в пользу первого. Однако препятствовали развитию предприятия неэффективное использование собственного капитала (оборачиваемость собственного оборотного капитала) и неудовлетворительная структура баланса (коэффициент, характеризующий долю краткосрочных обязательств в капитале предприятия снизился, и предприятие стало меньше использовать в своей деятельности более дешевые ресурсы кредиторской задолженности).

Использование многофакторной модели коэффициента устойчивости экономического роста в учетно-аналитической практике состоит в прогнозировании темпов развития предприятия с учетом риска банкротства. Поэтому выявленные факторы устойчивости экономического роста предприятия надлежит интерпретировать финансово-хозяйственным службам предприятия для формирования программы по увеличению стоимости бизнеса. Ясно, что и в данном случае речь идет о механизме роста чистой прибыли предприятия, адекватного соотношения собственных средств и заемного капитала.

3.2. Комплексная оценка эффективности хозяйственной деятельности

Проведем комплексную оценку эффективности хозяйственной деятельности организации. Объем производства продукции в стоимостном выражении является результатом воздействия всех видов ресурсов. Использование производственных и финансовых ресурсов может носить как экстенсивный, так и интенсивный характер. Понятие всесторонней интенсификации охватывает и характеризует использование не только живого, но и овеществленного труда, т. е. всей совокупности производственных и финансовых ресурсов.

Возможность обеспечить неуклонный рост и достаточно высокие темпы экономической эффективности производства дает переход к преимущественно интенсивному типу развития. Соотношение экстенсивности и интенсивности производства анализируется по соотношению качественных и количественных показателей использования ресурсов.

Конечный результат хозяйственной деятельности предприятия (объем продукции, прибыль и рентабельность, финансовое состояние и платежеспособность) складывается под воздействием как интенсивных, так и экстенсивных факторов, как качественных, так и количественных показателей использования ресурсов.

Анализ интенсификации производства и влияния ее на результаты хозяйственной деятельности предприятия может быть проведен с использованием рекомендованной А. Д. Шереметом и Р.С. Сайфулиным методики.

Таблица 17

Расчет показателей интенсификации производства

№	Показатели	Предыдущий год	Отчетный год	Изменение	Темпы динамики, %
А	Б	1	2	3	4
1	Объем продукции в действующих ценах (без НДС и акциза), тыс. руб.	6 676 854	6 290 602	-386 252	94,22%
2	Промышленно-производственный персонал, чел.	2768	2995	227	108,20%
3	Оплата труда, тыс. руб.	358 622	378 452	19 830	105,53%
4	Материальные затраты, тыс. руб.	6 131 107	6 066 335	-64 772	98,94%
5	Основные промышленно-производственные фонды, тыс. руб.	753 578	637 382	-116 197	84,58%
6	Амортизация, тыс. руб.	28 427	31 037	2 610	109,18%
7	Оборотные средства, тыс. руб.	1 138 077	1 780 143	642 066	156,42%
8	Производительность труда, руб.	2412	2100	-312	87,07%
9	Продукция на 1 руб. оплаты труда, руб.	18,618	16,622	-1,996	89,28%
10	Материалоотдача, руб.	1,089	1,037	-0,052	95,22%
11	Фондоотдача, руб.	8,860	9,869	1,009	111,39%
17	Амортизационная отдача, руб.	234,877	202,681	-32,196	86,29%
13	Оборачиваемость оборотных средств, раз	5,867	3,534	-2,333	60,23%

В 2005 году по сравнению с предыдущим производительность труда составила 87,07%, выпуск продукции на 1 руб. оплаты труда — 89,28%, материалоотдача — 95,22%, фондоотдача — 111,39%, амортизационная отдача — 86,29%, оборачиваемость оборотных средств — 60,23% (табл. 17).

Приведенные данные показывают, что качественный уровень использования ресурсов заметно снизился, кроме отдачи фондоотдачи, что видно в табл. 18.

Таблица 18

Сводный анализ показателей интенсификации ОАО «КМЗ» в 2004-2005

гг.

Виды ресурсов	Прирост ресурса, %	Прирост выручки (отдачи), %	Прирост ресурсов на 1% прироста продукции (выручки), %	Доля влияния на 100% прироста продукции		Относительная экономия ресурсов (-) перерасход (+)
				экстенсивности, %	интенсивности, %	
1. Оплата труда с начислениями	5,529	-5,785	-0,956	-95,6	195,6	40 576
2. Материальные затраты	-1,056	-5,785	0,183	18,3	81,7	289 909
3. Амортизация	9,181	-5,785	-1,587	-158,7	258,7	4 254
4. Средние внеоборотные активы	-12,810	-5,785	2,214	221,4	-121,4	-15 155
5. Средние оборотные активы	56,417	-5,785	-9,752	-975,2	1075,2	707 903
6. Комплексная оценка всесторонней интенсификации	-39,767		1,841	184,1	-84,1	1 027 487

Данные таблицы 18 показывают, что использование ресурсов, кроме основных фондов на предприятии преимущественно экстенсивное.

Комплексную оценку степени всесторонней интенсификации получают с помощью сведения различных показателей в единый интегральный показатель, вбирающий в себя все качественные характеристики частных показателей интенсификации. В ОАО «КМЗ»

совокупный относительный перерасход всех ресурсов составил 1 027 487 тыс. руб. Эта сумма складывается из перерасхода фонда оплаты труда, отражающей повышение трудоемкости производства — 40 576 тыс. руб., из экономии по основным промышленно-производственным фондам — 15 155 тыс. руб., из перерасхода оборотных средств — 707 903 тыс. руб. и относительного перерасхода по материальным ресурсам — 289 909 тыс. руб.

3.3. Определение ключевых финансовых факторов роста стоимости компании

Управление стоимостью компании начинается с определения стратегических целей и разработки системы показателей, обеспечивающей руководителей релевантной информацией о результатах работы их менеджеров. Успех здесь зависит во многом от того, насколько правильно руководство сможет расставить приоритеты и определить ключевые факторы стоимости верхнего уровня. Как правило, первый этап в данном процессе - определение финансовых факторов стоимости.

Все финансовые факторы стоимости условно можно разделить на 4 группы показателей: показатели, отражающие стратегическую эффективность компании, эффективность операционной деятельности, инвестиционной деятельности и финансовой деятельности (рис. 9).

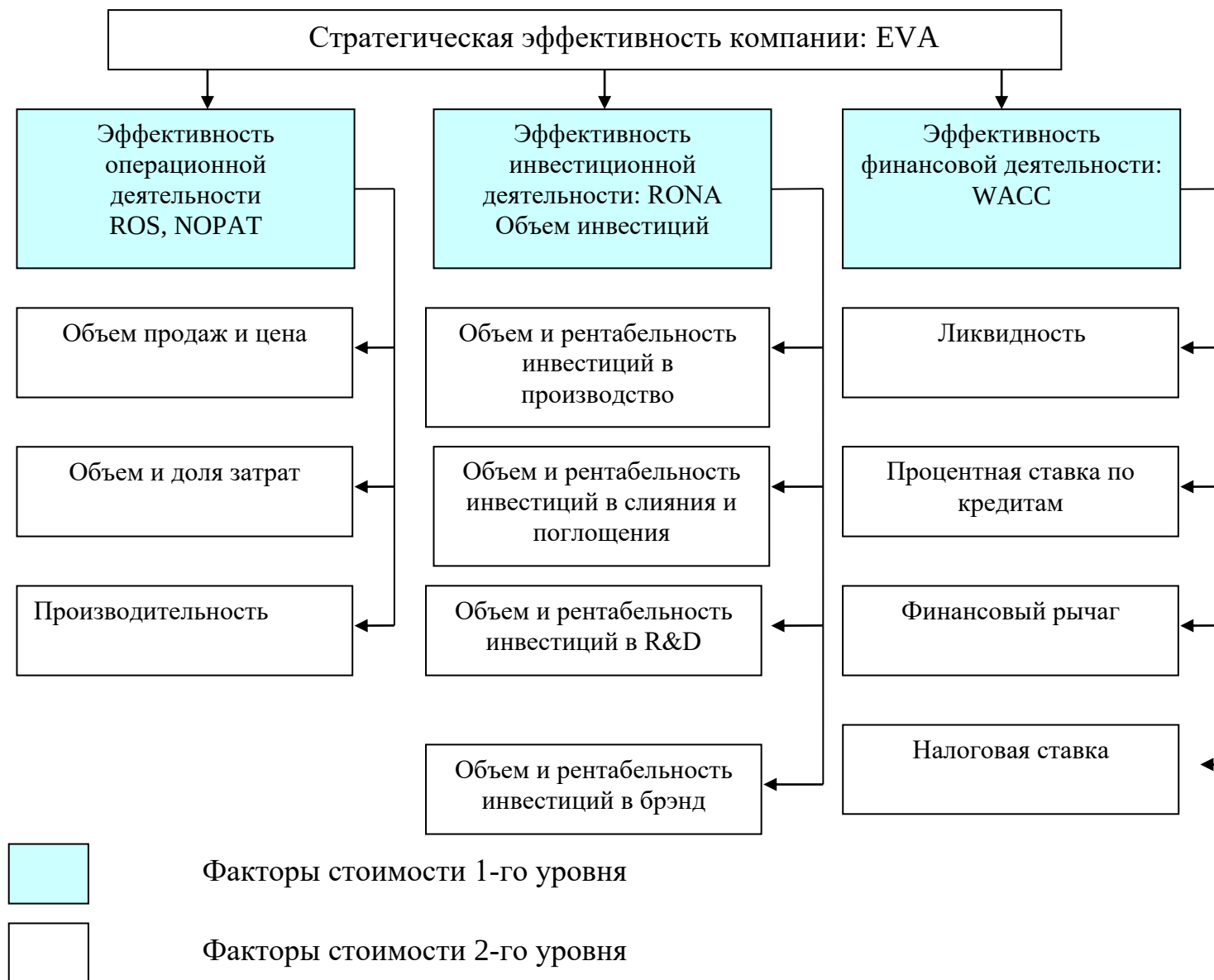


Рис. 9. Факторы стоимости компании

Задача определения рычагов воздействия на стоимость сводится к определению финансовых факторов, которые в наибольшей степени влияют на экономическую добавленную стоимость. Эффективность операционной деятельности отражает результаты основной деятельности компании по увеличению продаж, снижению издержек или повышению производительности. Предполагается, что улучшение данных показателей может быть достигнуто без существенных дополнительных инвестиций.

Эффективность инвестиционной деятельности отражает эффективность инвестиционных проектов, осуществляемых компанией. Под инвестиционными проектами в данном случае понимаются любые проекты, связанные с инвестированием денежных средств (не меньше заранее оговоренной суммы) в реальные активы на срок более 1 года. Эффективность финансовой деятельности эффективность работы по привлечению различных источников финансирования компании, размещению свободных денежных средств на фондовом рынке и управлению оборотным капиталом.

Выбор ключевых финансовых факторов осуществляется на основе как минимум 4 критериев:

- стратегии и жизненного цикла компании;
- чувствительности результирующего финансового показателя, например EVA, к различным финансовым факторам стоимости;
- потенциала улучшения показателей;
- волатильности (изменчивости) показателей.

Анализ финансового состояния, анализ рынка компании ОАО «КМЗ» позволяет сделать вывод, что компания может придерживаться в настоящее время стратегии удержания позиций, которая применяется, когда высокие темпы роста рынка сменились умеренными, а компания сумела занять на нем определенную нишу. В этом случае повысить рентабельность своего бизнеса компания может как за счет улучшения работы с клиентами, так и за счет оптимизации бизнес-процессов. Инвестиционные проекты, в отличие от долгосрочных вложений на первой стадии развития бизнеса, по большей

части направлены на ликвидацию «узких мест», расширение мощностей и постоянное совершенствование бизнеса. Поэтому большинство компаний на данном этапе развития ставят перед собой финансовые цели, связанные с прибыльностью бизнеса, такие как достижение рентабельности компании, продуктов и каналов продвижения.

С точки зрения управления стоимостью, важно выстроить всю систему факторов, воздействуя на которые можно добиваться постепенного роста стоимости. Система представляет совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее подразделений и отделов. Показатели детализируются для каждого уровня управления, это приводит к тому, что высшее звено руководства зачастую контролирует финансовые показатели, в то время как низшие звенья менеджмента отвечают за количественные и качественные результаты работы.

Максимизация прироста EVA при эффективном управлении активами сводится к выявлению факторов, позволяющих добиться:

- роста операционной прибыли (NOPAT);
- минимизации стоимости используемого капитала при оптимальном соотношении собственных и заемных средств.

К факторам, увеличивающим значение NOPAT, можно отнести:

- повышение темпов роста реализации;
- увеличение оборачиваемости активов;
- построения эффективного соотношения активов по группам ликвидности;
- снижение суммарных издержек на производство и реализацию продукции.

Оптимизация структуры капитала и управление его стоимостью происходит по двум направлениям. Первое - привлечение более дешевых заемных средств (но с учетом оптимального соотношения собственного и заемного капитала). Второе - перераспределение финансовых резервов между

центрами инвестирования компании, исходя из максимизации прибыли, создаваемой этими центрами.

В зависимости от деления на представленные выше группы и уровня факторов строится дерево стратегических целей (рисунок 10).



Рис. 10. Дерево стратегических целей максимизации TVA

Полная цепь причинно-следственных связей может быть установлена как вертикальный вектор через все проекции дерева: эффективные внутренние бизнес-процессы (основные показатели эффективности - качество, время, себестоимость) и удовлетворение работников, их профессиональный и творческий рост являются основой удовлетворения потребителя качеством и ценой продукции, что обеспечивает продвижение компании на целевом рынке, и, в конечном счете — желаемый финансовый результат.

Поскольку планирование финансовых показателей, увеличивающих экономическую добавленную стоимость является элементом стратегического анализа, то следует отметить, что в стратегическом управлении особое место занимают матричные методы исследования явлений и процессов, и стратегическое управление финансовым риском не исключение.

Матрица финансовой стратегии позволяет не только определять текущее положение компании с точки зрения финансового риска, но и рассматривать ситуацию в динамике, позволяя прогнозировать изменения финансовой стратегии в зависимости от перемены важных показателей деятельности, а также планировать будущее положение компании, целенаправленно меняя эти показатели и снижая уровень финансового риска.

Французскими учеными Ж. Франшоном и И. Романэ был предложен один из вариантов использования матрицы финансовой стратегии. Он основывается на расчете трех коэффициентов: результат хозяйственной деятельности, результат финансовой деятельности, результат финансово-хозяйственной деятельности¹⁹.

Для расчета этих показатели используются понятия «добавленная стоимость » и «брутто-результат эксплуатации инвестиций». Добавленная стоимость - это стоимость, созданная на предприятии за определенный период времени. В экономической теории обозначается как $C+V+m$. На практике

¹⁹ Финансовый менеджмент : теория и практика / Под ред. Е.С. Стояновой. – М.: Перспектива, 2001. – с.401.

рассчитывается как разница между стоимостью произведенной (реализованной) продукции и суммой внешних издержек, понесенных предприятием.

Брутто-результат эксплуатации инвестиций - это добавленная стоимость за вычетом всех затрат на труд. В экономической теории может быть обозначена как $C+m$.

Результат хозяйственной деятельности рассчитывается по формуле:

$RXD = BR\bar{E}I - \text{Изменение финансово - эксплуатационных потребностей}$
 $- \text{Производственные инвестиции} + \text{Обычные продажи имущества}$

Результат хозяйственной деятельности показывает наличие финансовых средств у предприятия после финансирования развития.

Результат финансовой деятельности рассчитывается по формуле:

$RF\bar{D} = \text{Изменение заемных средств} - \text{финансовые издержки по заемным}$
 $\text{средствам} - \text{Налог на прибыль} - \text{Другие доходы и расходы финансовой}$
 деятельности

Результат финансовой деятельности показывает, в какой мере компания использует привлеченные средства. При их использовании показатель принимает положительные значения

Результат финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

$RF\bar{X}\bar{D} = RXD + RF\bar{D}$

Отрицательные значения результата финансово-хозяйственной деятельности в течение долгого периода может привести к банкротству предприятия. Для предприятия желательно иметь положительные значения показателя. При положительных значениях $RF\bar{X}\bar{D}$ стратегический финансовый риск минимален. Однако в зависимости от конъюнктуры допускаются незначительные колебания вокруг нулевой отметки (безопасная зона).

Матрица финансовой стратегии имеет следующий вид (рис.11).

Матрица помогает спрогнозировать критический путь предприятия на будущее время, наметить допустимые пределы финансового риска и выявить порог возможностей предприятия.

	РФД $\ll$ 0	РФД=0	РФД $\gg$ 0
РХД $\gg$ 0	РФХД=0 1	РФХД $>$ 0 4	РФХД $\gg$ 0 8
РХФ=0	РФХД $<$ 0 7	РФХД=0 2	РФХД $>$ 0 5
РХД $\ll$ 0	РФХД $\ll$ 0 9	РФХД $<$ 0 6	РФХД=0 3

Рис. 11. Матрица финансовых стратегий

На 2004 год РХД равен: 210 306 тыс. руб.

Результат финансовой деятельности отражает финансовую политику предприятия (привлечение заемных средств). Определяющее значение на РФД оказывают заемные средства. При увеличении использования заемных средств РФД возрастает и становится положительным. По мере роста издержек, связанных с оплатой заемных средств, РФД начинает снижаться. Таким образом, на фазе привлечения заемных средств РФД становится положительным, на фазе отказа от привлечения заемных средств РФД становится отрицательным.

На 2004 год, РФД равен: 1 506 442 тыс. руб.

Результат финансово-хозяйственной деятельности демонстрирует величину и динамику денежных средств предприятия после совершения всего комплекса инвестиционно-производственной и финансовой деятельности фирмы. Положительная величина результата финансово-хозяйственной деятельности показывает, что в деятельности фирмы имеет место превышение доходов фирмы над ее расходами, причем это характерно не только на сегодняшний день, но и на будущий краткосрочный период. Отрицательное значение показателя свидетельствует об обратном.

На 2004 год, РФХД равен: 1 716 748 тыс. руб.

На основании РХД, РФД и РФХД можно для 2004 года, построить следующую матрицу финансовой стратегии:

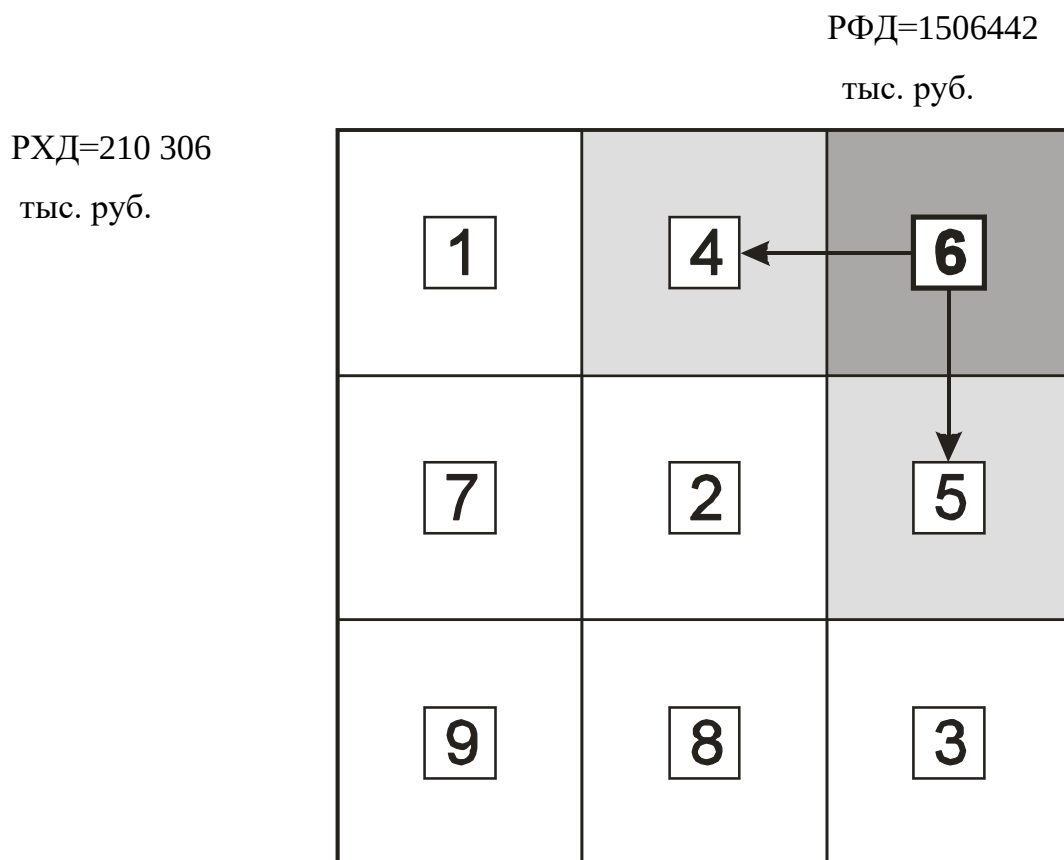


Рис. 12. Матрица финансовых стратегий на 2004 год

Как видно из рисунка 12, данное предприятие находится в Квадранте 6: "Материнское общество". В данном квадранте у фирмы ярко выражен избыток ликвидных средств. Предприятие не может попасть в квадрант 6 простым, традиционным перемещением из соседних квадрантов. Размещение в данном квадранте связано с достижениями в финансовой и производственной сферах. Высока вероятность того, что фирма может стать материнской компанией и создать разветвленную структуру, обеспечивая финансирование дочерних обществ за счет увеличения заемных средств.

Если фирма исчерпает весь свой заемный потенциал в процессе привлечения заемных средств, в попытке увеличения соотношения «Заемные средства»/«Собственные средства», то возникает тенденция к уменьшению РФД и соответственно к перемещению в квадрант 4.

Если рынок сбыта продукции компании исчерпывает себя, и сокращается объем продаж компании, то это приводит к сокращению РХД за счет роста финансово-эксплуатационных потребностей, и компания может переместиться в квадрант 5.

Иногда, по сумме РФД и РХД предприятие оказывается в квадранте 6, даже и не будучи материнским обществом. Подобная фирма находится в прекрасном положении, и нужно прикладывать все усилия, чтобы зафиксировать это положение.

На 2005 год, РХД равен: -1 109 072,00

На 2005 год, РФД равен: 826 861,00

На 2005 год, РФХД равен: -282 211,00

На основании РХД, РФД и РФХД можно для 2005 год, построить следующую матрицу финансовой стратегии:

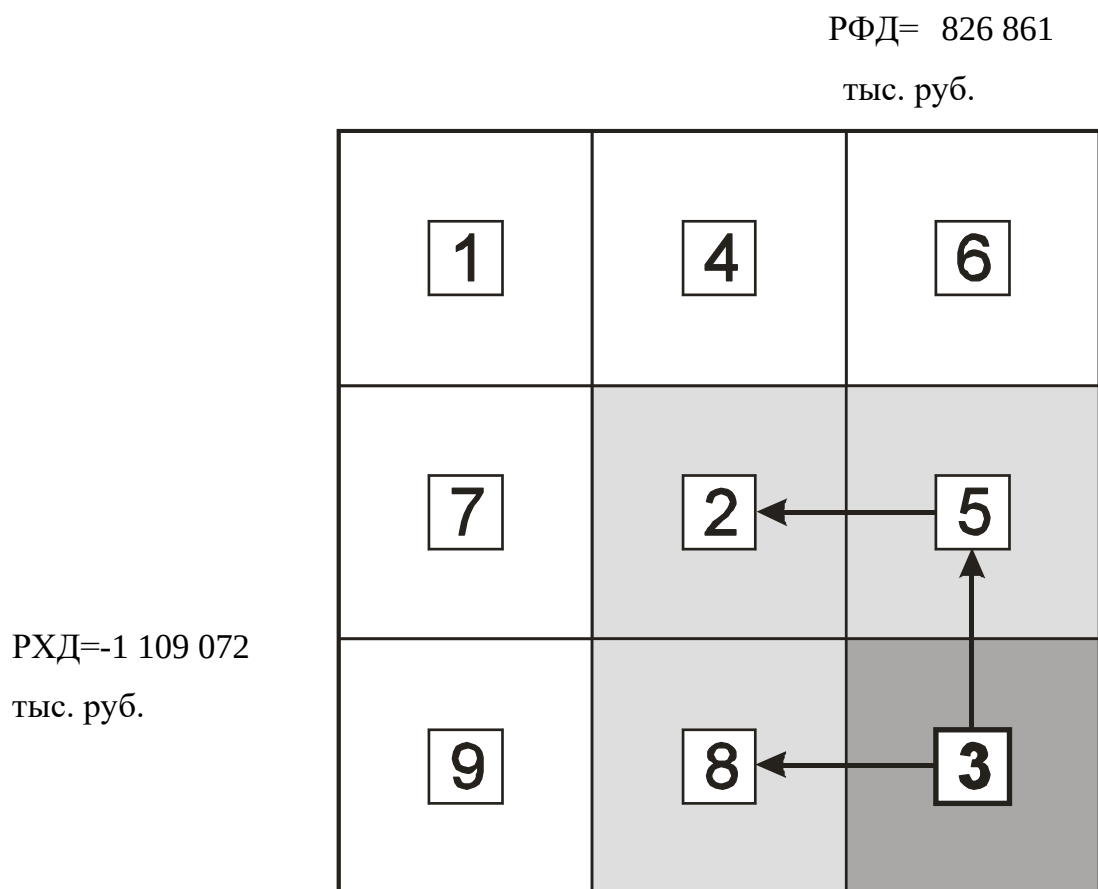


Рис. 13. Матрица финансовых стратегий на 2005 год

Как видно из рисунка, ОАО «КМЗ» находится в Квадранте 3: "Неустойчивое равновесие".

Это не совсем естественное положение. Оно характеризуется противофазными значениями РФД и РХД. Положительный РФД говорит о высоком уровне привлечения заемных средств предприятием, отрицательный РХД свидетельствует о том, что произошли изменения в финансово-эксплуатационных потребностях предприятия за счет нарастания кредиторской задолженности.

Возможно, некоторое время фирме удастся устоять в текущем положении благодаря форсированию задолженности, но в дальнейшем должно произойти перемещение в квадранты 5 или 8, а и иногда в 2.

В случае сокращения фирмой заимствования средств, реинвестирования прибыли и наращивания темпов роста финансово-эксплуатационных потребностей, стабилизация РФД и увеличение (или сохранение) уровня запасов подведет фирму в квадрант 8.

Если же удастся сократить финансово-эксплуатационные потребности предприятия и добиться увеличения рентабельности инвестиций до уровня, превышающего темпы роста оборота, то предприятие будет перемещаться к 5-му квадранту. Со временем, при выравнивании темпов роста оборота и увеличении рентабельности, возможен переход из квадранта 5 в квадрант 2, но подобное перемещение маловероятно.

Используя матрицу финансовой стратегии, можно оценить положение предприятия на текущий момент. Путем изменения показателей, входящих в расчет результатов хозяйственной и финансовой деятельности, выяснить, как могут повлиять управленческие решения на состояние предприятия в будущем. Кроме этого можно подобрать необходимые параметры финансовой и хозяйственной деятельности для достижения запланированного состояния предприятия при низком уровне финансового риска. В данном случае матричный анализ эффективно дополняется проведенным выше анализом устойчивости экономического роста и комплексным анализом эффективности

хозяйственной деятельности. На основе проведенной диагностики можно определить наиболее выгодные пути повышения экономической добавленной стоимости компании.

Анализ стратегических факторов макроэкономического окружения компании показывает ограниченную возможность роста выручки и снижения издержек. Цены на чугун и ферросплавы определяются мировой конъюнктурой. Следует еще раз подчеркнуть, что сырье предприятие получает из Австралии и материальные затраты составляют подавляющую часть себестоимости: так в 2005 году они составили 92,5% в общей сумме затрат. Все это говорит о небольших возможностях как в плане экономии затрат, так и в росте выручки. Однако эти возможности все-же есть, как показал анализ комплексной оценки эффективности использования ресурсов.

Поиск и мобилизация факторов повышения доходов находятся в известном смысле в компетенции высшего руководства компании, а также ее маркетинговой службы; роль финансовой службы сводится в основном к обоснованию разумной ценовой политики, оценке целесообразности и экономической эффективности нового источника доходов, контролю за соблюдением внутренних ориентиров по показателям рентабельности в отношении действующих и новых производств.

Вторая задача, снижение расходов, подразумевает оценку, анализ, планирование и контроль за исполнением плановых заданий по расходам (затратам), а также поиск резервов обоснованного снижения себестоимости продукции. Себестоимость продукции (работ, услуг) представляет собой стоимостную оценку ресурсов организации, использованных в процессе производства и реализации данной продукции.

Когда речь идет об осуществлении конкретного производственного процесса, относительно большую значимость имеют отдельные виды активов, средств, расходов. Так, для изготовления некоторого вида продукции можно использовать ту или иную материально-техническую базу, различные виды сырья, материалов и полуфабрикатов, разнообразные технологии

производства, схемы снабжения и сбыта и т.п. Поэтому очевидно, что в зависимости от выбранной концепции организации и реализации производственного процесса уровень себестоимости может ощутимо варьировать и оказывать существенное влияние на прибыль предприятия. Именно этим определяется значимость методик анализа и управления себестоимостью как в системе управленческого учета, так и с позиции управления деятельностью организации в целом.

Управление себестоимостью продукции представляет собой рутинный повторяющийся процесс, в ходе которого постоянно пытаются изыскать возможности обоснованного сокращения расходов и затрат. В рамках одного производственного цикла и в наиболее общем виде этот процесс может быть представлен в виде достаточно очевидных последовательных процедур:

- прогнозирование и планирование затрат (определяются долго-и краткосрочные тенденции изменения отдельных видов затрат, задаются их ориентиры, обеспечивающие выход на определенные значения показателей прибыли и рентабельности);
- нормирование затрат (устанавливаются технически обоснованные нормативы в натуральных и стоимостных оценках по отдельным видам затрат, технологическим процессам, центрам ответственности);
- учет затрат (учитываются затраты в заданной номенклатуре статей);
- калькулирование себестоимости (распределяются фактические расходы и затраты на объекты калькулирования себестоимости, т.е. исчисляется фактическая себестоимость продукции);
- анализ затрат и себестоимости (анализируются фактические затраты в сравнении с плановыми заданиями и нормативами, выявляются факторы, повлекшие значимые отклонения, определяются резервы снижения себестоимости);
- контроль и регулирование процесса управления затратами (вносятся текущие изменения в систему управления затратами в случае

отклонения от запланированной динамики затрат, уточняются системы планирования и нормирования).

Анализируя возможности улучшения рентабельности активов, следует помнить, что чрезмерное сокращение затрат и активов может повредить компании, в результате чего понизится качество ее продукции, она останется с минимумом резервных производственных мощностей в периоды высокого спроса и сократятся масштабы ее деятельности в сфере исследований и разработок. Таким образом, улучшение рентабельности активов не следует доводить до крайности, хотя оно, несомненно, требует постоянного внимания²⁰.

Таким образом, основным направлением повышения экономической добавленной стоимости компании является формирование рациональной структуры капитала. Финансовый анализ выявил изменение соотношения заемного (более дешевого) и собственного капитала в пользу первого. Было подчеркнуто, что препятствовали развитию предприятия неэффективное использование собственного капитала (оборачиваемость собственного оборотного капитала) и неудовлетворительная структура баланса (коэффициент, характеризующий долю краткосрочных обязательств в капитале предприятия снизился, и предприятие стало меньше использовать в своей деятельности более дешевые ресурсы кредиторской задолженности).

В таблице 2 приложения 1 показано, как различные варианты формирования капитала предприятия влияют на экономическую добавленную стоимость компании. По данным проведенного анализа видно, что наибольший прирост добавленной стоимости достигается при такой структуре пассивов, когда в них наименьшая доля собственного капитала и платных кредитных ресурсов.

Таким образом, можно установить в качестве ориентиров стратегического развития компании следующее соотношение составляющих

²⁰ Настольная книга финансового директора / Стивен М. Брег ; Пер. с англ. — 3-е изд. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. с. 46-47.

пассив предприятия ресурсов: кредиторская задолженность - 50%, долгосрочные и краткосрочные кредиты - 30%, акционерный капитал - 20%.

Ввиду острой потребности ОАО «КМЗ» готового источника недорогих средств для компании следует подробнее остановиться на этом направлении финансовой политики. Одним из лучших источников являются оборотные средства, состоящие из дебиторской задолженности плюс товарно-материальные запасы, минус кредиторская задолженность. Эти «плавающие» средства необходимы для осуществления финансово-хозяйственной деятельности. Сокращая сумму дебиторской задолженности и запасов или растягивая сроки оплаты по кредиторской задолженности, можно иметь доступ к готовому источнику денежных средств. Вот некоторые действия, которые можно предпринять для доступа к этим фондам:

Дебиторская задолженность. Автоматизация учета взыскания дебиторской задолженности. Ведение учета звонков дебиторам, включая информацию о том, с кем говорили, когда был сделан звонок и каков результат, является трудоемкой рутинной работой с высокой вероятностью ошибок. Работники, занимающиеся взысканием, могут значительно повысить эффективность своей работы, если получают компьютерную базу данных, связанную с бухгалтерским учетом дебиторской задолженности компании.

Раннее выставление повторяющихся счетов. Если клиент подписывает контракт на долгосрочное обслуживание, то ему можно высылать счета чуть раньше в надежде на более раннюю оплату.

Изменение условий выплаты комиссионных. Работникам, занимающимся сбытом, следует платить комиссионные исходя из денежных средств, полученных от покупателей, а не объема проданных им товаров. Таким образом, сбытовики будут прямо заинтересованы в нахождении кредитоспособных покупателей и получении от них оплаты.

Факторинг дебиторской задолженности. Следует договориться с кредиторами о платеже компании в момент выставления счетов, используя дебиторскую задолженность в качестве обеспечения.

Предоставление скидок за раннюю оплату. Нужно использовать практику предложения клиентам скидки, если они платят через небольшое количество дней после получения счета.

Дифференцирование счетов. Следует дифференцировать счета дебиторской задолженности по размеру и скоординировать работу персонала, занимающегося сбором платежей, на крупнейших счетах. Таким образом, вся мощь подразделения будет обращена на счета, приносящие наибольшие суммы денежных средств.

Ужесточение условий предоставления товара в кредит. Следует внимательно анализировать платежную историю имеющихся клиентов и проводить более интенсивную проверку новых клиентов, сокращая тем самым объем просроченных долгов.

В области управления кредиторской задолженностью имеет смысл проведение следующих мероприятий.

Сокращение предоплаты. Если поставщик настаивает на том, чтобы компания вносила авансовые платежи за различные товары или услуги, нужно попытаться уменьшить объем предоплаты или растянуть платежные интервалы, сократив тем самым авансовые денежные обязательства.

Затягивание платежей в разумных пределах. Обычно поставщики не предпринимают меры по взысканию просроченных чеков до тех пор, пока не пройдет несколько дней после установленной даты платежа. Компания может воспользоваться преимуществом этого льготного периода, если в разумных пределах отложит дату платежа на несколько дополнительных дней. Однако такая стратегия может привести к более низким кредитным рейтингам, устанавливаемым кредитными агентствами, и, разумеется, не повысит ценность компании в глазах поставщиков.

Договоренность о более длительных сроках оплаты. Возможно, удастся договориться с поставщиками о более длительных сроках оплаты, хотя это может привести к встречным условиям, например, к согласию на более крупные заказы или более высокие цены.

Финансовая служба должна регулярно анализировать потребность в увеличении задолженности, как части общей стратегии финансирования, которая может включать другие формы привлечения средств, например, сокращение потребности в оборотном капитале или проведение размещения акций. При принятии решения о долге должны быть рассмотрены следующие факторы:

Условия существующих займов. Юридическое соглашение об имеющемся кредите может лимитировать получение новых траншей до тех пор, пока текущий долг не будет выплачен, либо уменьшен до определенного уровня. Оговорки могут также ограничивать соотношение «долг/собственный капитал» (см. следующий пункт), что делает невозможным расширение долга без предварительного наращивания собственного капитала.

Текущий уровень долга по отношению к собственному капиталу. Кредиторы будут с подозрением относиться к запросам о дополнительном транше, если нет уравнивающей суммы собственного капитала. Компании с высоким соотношением «долг/собственный капитал», вероятно, посоветуют поискать добавочный капитал, прежде чем ей будет предоставлен дополнительный кредит.

Финансовая служба должна регулярно анализировать стоимость всех типов долга компании, чтобы увидеть, не является ли он слишком дорогим, и, следовательно, заслуживающим рефинансирования. Таким образом, в данной главе дипломной работы проанализированы основные направления формирования экономической добавленной стоимости ОАО «КМЗ» и выработаны рекомендации по стабилизации и совершенствованию их использования.

Необходимо, чтобы менеджмент компании четко осознавал тот факт, что в операционной работе используется акционерный капитал, который имеет определенную стоимость. Ее величина не должна быть ниже среднерыночной доходности по данному сегменту рынка. Иначе говоря, нужно стремиться к тому, чтобы во всех циклах деловой активности

рентабельность инвестированного капитала (ROCE) была бы не меньше затрат на его привлечение (WACC).

Следует отметить, что внедрение системы управления стоимостью невозможно без определения нефинансовых факторов стоимости. Финансовые показатели отражают исключительно результаты деятельности компании, однако не раскрывают пути их достижения. Кроме того, с помощью одних лишь финансовых показателей невозможно проконтролировать эффективность инвестирования в нематериальные активы (бренд, репутации, персонал), между тем как именно от них во многом зависит успех компании на рынке. Построив систему финансовых показателей в данной дипломной работе тем самым возможно лишь задали ориентиры для дальнейшей декомпозиции факторов стоимости.

Заключение

Управление стоимостью — это процесс управления компанией, направленный на непрерывную максимизацию ее стоимости. При этом рыночная стоимость рассматривается как основной критерий оценки деятельности компании и ее структурных подразделений, а также является основой для разработки системы поощрений и мотивации.

Обязательные переоценки стоимости играют положительную роль с точки зрения формирования отношения руководителей к стоимости имущества как к управляемому параметру. Стоимость предприятия интересует менеджера не только как фактор формирования налогооблагаемой базы по налогам на имущество и на прибыль, но и как управляемый параметр, величина которого серьезно влияет на все цели и результаты деятельности предприятия (формирование источников финансирования, обеспечение инвестиционной привлекательности, управление производственными и финансовыми рисками и т.п.).

В этих ситуациях оценка стоимости бизнеса выступает как очень действенный инструмент текущего управления. Интересно, что сейчас оценка не только активов, но и бизнеса стала помогать решать тактические задачи. Например, она помогает определить, в какой пропорции менять дебиторскую задолженность предприятия на его акции. Этот метод получения части контроля стал сейчас очень популярен: зачем покупать акции, когда можно купить долги, которые затем превратить в акции, причем обойдется это гораздо дешевле.

Стоимость компании является объектом стратегического управления. Сейчас топ-менеджеры понимают, что в конечном итоге эффективность управления предприятием определяется не его ликвидностью или рентабельностью, не величиной прибыли, а увеличением «цены» бизнеса. Это значит, что грамотно управляемое предприятие со временем увеличивает свою стоимость, а, следовательно, величина стоимости является не только

предметом фискальных интересов государства, но объектом стратегического планирования, мониторинга и управления.

Из всех существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании, EVA является самым известным и распространенным. Причина этого в том, что данный показатель сочетает простоту расчета и возможность определения стоимости компании, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных подразделений. EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении.

В настоящее время многие иностранные инвесторы и акционеры требуют от российских компаний в своих отчетах отражать показатель EVA. Главное достоинство управления компанией с использованием показателя EVA - это то, что при расчете он учитывает стоимость капитала, в том числе и собственного капитала компании.

Данный показатель прост и эффективен в использовании, он может быть рассчитан как по предприятию в целом, так и по отдельным инвестиционным проектам. EVA можно использовать и как инструмент принятия инвестиционных решений, и как универсальный показатель сравнения эффективности работы отдельных подразделений или предприятий холдинга. Хотя данный показатель при расчете использует большое количество допущений и прогнозов он позволяет учесть все факторы, влияющие на эффективность работы предприятия. Показатель EVA разработан в 90-х годах американской компанией Stern Stewart & Co и в настоящее время широко используется среди ведущих компаний мира. При его расчете происходит сравнение чистой прибыли компании от операционной деятельности после вычета налогов (NOPAT - net operating profit after taxes) и совокупной стоимости капитала компании, включая стоимость ее акционерного капитала. Поэтому, если NOPAT фирмы превышает совокупную стоимость ее капитала

в какой-то отчетный период, это означает, что фирма имеет положительную EVA в заданный период и увеличивает свою стоимость для акционеров. В противном случае, если EVA фирмы имеет отрицательное значение, это означает, что за отчетный период фирма не смогла покрыть всех своих издержек и тем самым уменьшила стоимость компании для акционеров.

Стоимость капитала в методе EVA является тем, что экономисты называют альтернативной стоимостью капитала. Это доход, который инвесторы ожидают получить при вложениях в другие ценные бумаги, характеризующиеся сходной степенью риска. Стоимость капитала, определенная подобным образом, воплощает фундаментальный принцип, согласно которому компания должна генерировать доход, покрывающий стоимость всего капитала, инвестированного в эту компанию. Таким образом, стоимость капитала относится не только к заемным, но и к собственным средствам, т.е. к акционерному капиталу компании.

На практике наиболее часто метод добавленной экономической стоимости применяется при выработке стратегии, создающей наибольшую стоимость для акционеров, аналитиками инвестиционных банков и инвестиционных фондов при выборе ценных бумаг для инвестирования, а также в качестве основы системы мотивации руководства и сотрудников компании, как создающий условия, при которых интересы работников совпадают с интересами акционеров.

Особую роль играет определение стоимости компании в рамках антикризисного управления. В рамках темы дипломной работы рассматривалась динамика экономической добавленной стоимости ОАО «Косогорский металлургический завод». За рассмотренный период 2002-2005 гг. предприятие проделало огромную работу по оптимизации своей финансово-хозяйственной деятельности⁶ вместо убытков 2002-2003 гг. в 2004-2005 гг. получена небольшая прибыль. Стабилизировались или росли в динамике многие другие показатели предприятия. Однако анализ EVA показал, что за рассматриваемый период компания не создала для своих

акционеров положительную добавленную стоимость. Риск банкротства компании в 2005 году был также достаточно велик. Дело в том, что одновременно с улучшением финансовых показателей ОАО «Косогорский металлургический завод» продолжал расти фондовый рынок России, являющийся альтернативным полем вложения для потенциальных инвесторов компании. Отрицательному значению EVA способствовал перекос в сторону платных финансовых ресурсов в структуре капитала. Поэтому реализация инструментария EVA как средства контроля реализации стратегии кризисного предприятия имеет большое значение, так как увязывает полученные результаты не только с автономным финансовым состоянием компании, но и с динамикой развития экономики страны. В дипломной работе был проведен также всесторонний анализ финансово-хозяйственной деятельности кризисного предприятия ОАО «Косогорский металлургический завод». Были проанализированы основные направления интенсификации его финансово-хозяйственной деятельности. Предложены ориентиры для оптимизации структуры капитала.

Реализация концепции управления стоимостью предполагает также, что вопрос повышения стоимости должен занимать умы всех сотрудников компании, только в этом случае цель становится выполнимой.

Список литературы

1. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 31.12.2005) "Об акционерных обществах" (принят ГД ФС РФ 24.11.1995) // Собрание законодательства РФ, 01.01.1996, N 1, ст. 1.
2. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? –М.: Финансы и статистика, 2001.
3. Белов А.П. Субъекты предпринимательской деятельности в праве России и иностранных государств // Право и экономика, N 6, 1999.
4. Вавулин Д.А. Корпоративное управление в России: тенденции и закономерности развития –М., ОГУ, 2004.
5. Ван Хорн Д. Основы управления финансами. - М.: Финансы и статистика, 1997.
6. Венедиктова В.Н. Ревизия и контроль в акционерных обществах и товариществах.- М.: Институт новой экономики, 1995.
7. Дипиаза С., Экклз Р. Будущее корпоративной отчетности. Как вернуть доверие общества. М.: Альпина Паблишер. 2003.
8. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента № 4, 2004.
9. Ковалев В.В. Финансовый анализ: управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. - М.: Перспектива, 2002.
10. Ковалев В.В., Волкова О.Н. Анализ хозяйственной деятельности, -м., Проспект, 2004.
11. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — М.: ЗАО «Олимп — Бизнес», 1999.
12. Круглов М.И. Стратегическое управление компанией. - М.: РДЛ, 1998.
13. Лапуста М.Г., Шаршукова Л.Г. Риски в предпринимательской деятельности. - М.: ИНФРА-М, 1998.

14. Лозгачёва Т. М. Формирование организационного механизма управления корпорацией: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук-, Нижний Новгород, 2002.
15. Макаров В. Л. Особенности оценочной деятельности применительно к условиям новой экономики. Учебник. -М., "Интерреклама", 2003
16. Методические рекомендации по разработке финансовой политики предприятия. Утверждены приказом Минэкономики России от 1.10.97 г. N 118;
17. Методические положения по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворительной структуры баланса. Утверждены распоряжением Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) от 12.08.94 г. N 31-р;
18. Моляков Д.С. Финансы предприятий отраслей народного хозяйства: Учебное пособие. –М.: Финансы и статистика, 2000.
19. Настольная книга финансового директора / Стивен М. Брег ; Пер. с англ. — 3-е изд. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2006.
20. Немченко А. С., Немченко О. А. Организационно-экономические проблемы реализации товаров // Провизор.— 2001.— № 12.
21. Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учебное пособие. - М.; ИНФРА-М, 2000.
22. Осипов М. А. Концепция экономической добавленной стоимости в финансовом управлении российских компаний, -М., МГУ, 2005.
23. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). -М.: ИКЦ «МарТ», Ростов н/Д: Издательский центр «МарТ», 2004.
24. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.
25. Перар Ж. Управление финансами с упражнениями. -М.: Финансы и статистика, 1999.

26. Прохоровский В.С., Чайникова Л.Н. Финансы малых предприятий: Учеб. пособие. Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2003.
27. Райан Б. Стратегический учет для руководителя. - М.: Аудит, ЮНИТИ, 2002.
28. Реформа предприятия и управление финансами / под ред. С.В. Ильдеменова, М., «БИЗНЕС-ТЕЗАУРУС», 2004.
29. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия, -М., ИНФРА-М, 2002.
30. Сальников В. А. Особенности механизма промышленного роста / «1000 лучших предприятий России», -М., Юнити, 2003.
31. Семь нот менеджмента. - М.: ЗАО "Журнал Эксперт", 1997.
32. Сергеев И.В. Экономика предприятий. М.: Финансы и статистика, 2003.
33. Симичаев Ю. Финансовое состояние и финансовая политика производственных предприятий // Российский экономический журнал. -2001. -№8.
34. Слепов, В. А., Громова, Е. И., Кери, И. Т. Финансовая политика компании : учеб. пособие / В. А. Слепов, Е. И. Громова, И. Т. Кери ; под ред. проф. В. А. Слепова. — М. : Экономистъ, 2005.
35. Совершенствование методов управления запасами в бизнесе//Международная конференция молодых ученых ВГУЭС: Сб. науч. тр. -Владивосток, ВГУЭС, 1999.
36. Соколова Г.Н. Анализ финансовой устойчивости предприятия: методика расчетов//Аудиторские ведомости. 1999. N 8.
37. Управление финансами (Финансы предприятий): Учебник / Под ред. А.А. Володина. - М.: ИНФРА-М, 2006.
38. Управление стоимостью: Оценочные технологии в управлении предприятием: Учеб. пособие по специальности «Финансы и кредит» / В.В. Криворотов, О.В. Мезенцева. — М: ЮНИТИ-ДАНА, 2005.

- 39.Фашчевский В. Финансы предприятий: особенности и возможности укрепления // Экономист . – 2004 - №1
- 40.Финансы. Учебное пособие/Под ред. А.М. Ковалевой.-М.: Финансы и статистика, 2004.
- 41.Финансы, деньги, кредит. Под ред. О.В. Соколовой. М.: Юристъ – 2000.
- 42.Финансы. Под ред. Родионовой В.М. М.: Финансы и статистика, 2004.
- 43.Финансовое планирование и контроль/ Под ред. М.А. Поукока, А.Х. Тейлора. - М.: ИНФРА-М, 1996.
- 44.Формирование модели управления запасами //Информационные технологии в управлении и учебном процессе вуза: Сб. науч. тр. - Владивосток, ВГУЭС, 2000.
45. Хомутова Ю.В. Проблема оценки стоимости предприятия в антикризисном управлении // Управление компанией №3, 2003.
- 46.Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости // Финансовый менеджмент №6. 2003.
- 47.Шеремет А.Д., Ионова А.Ф. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: Учеб. пособие. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2006.
- 48.Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа. - М.: ИНФРА-М, 2006.
- 49.Шим Джей К., Сигел Джоэл Г. Финансовый менеджмент. - М.: "Филинь", 1996.
- 50.Экономический анализ / Под ред. Л.Т. Гиляровской, -М., Юнити, 2002.
51. Экономика предприятия, учебник / Под редакцией доктора экономических наук, профессора Н. А. Сафронова, -М., ЮРИСТЪ, 2003.

Приложение 1

Таблица 1

Основные показатели работы ОАО «КМЗ» за 2005 год

Наименование	Ед. изм.	2005 год	2004 год	Абсол. отклонени е	Прирост
1	2	3	4	5(ст.3-ст.4)	6 (ст.5/ст.4)
Товарная продукция в действующих ценах	тыс. руб.	6329100	6702338	-373238	-5,6%
Численность ППП	чел.	2995	3005	-10	-0,3%
Чугун – всего	тонн	663463	601937	61526	10,2%
в том числе: литейный	тонн	302322	271628	30694	11,3%
передельный	тонн	361141	330309	30832	9,3%
Ферромарганец	тонн	43936	59924	-15988	-26,7%
Среднесуточное производство в номин. сутки	тонн	2086	2089	-3	-0,1%
Чугун в пересчете на передельный	тонн	851906	822372	29534	3,6%
Среднесуточное производство в пересчете на передельный чугун	тонн	2583	2588	-5	-0,2%
Ковкий чугун – всего	тонн	51	2506	-2455	-98,0%
в том числе: фитинги	тонн	30	895	-865	-96,6%
мелющие тела	тонн	-	1530	-	%
ковкое литье	тонн	21	81	-60	-74,1%
Электроэнергия тыс. квт. Час	тыс. квт. час	133349	146165	-12816	-8,8%
Простой вагонов	час	36,86	29,22	7,64	26,1%
Серое литье	тонн	3011	2195	816	37,2%
Фурмы	тонн	122	153	-31	-20,3%
М/конструкции (условные)	тонн	2637	2990	-353	11,8%
Поковки	тонн	244	258	-14	-5,4%
Гранулированный шлак	тонн	17645	25867	-8222	-31,8%
Шлакоблоки	шт.	208160	299920	-91760	-30,6%
Раствор, бетон	м3	587	617	-30	-4,9%
Копровый цех- всего:	тонн	13798	8536	5262	61,6%
в том числе: чугунный лом	тонн	2282	2195	87	3,9%
ЧЛДШ	тонн	10361	3626	6735	185,7%
стальной лом	тонн	1155	2715	-1560	-57,5%

Таблица 2

Варианты формирования структуры капитала

[illegible]

Наименование статьи	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Стоимость собственного капитала (Ks)	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%	125,69%
годовая процентная ставка по кредиторам (r)	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%	22,75%
Ставка налога на прибыль (Т)	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Стоимость заемного капитала (Kd)	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%	17,29%
Средневзвешанная стоимость капитала (WACC)	60,65%	53,42%	48,26%	44,39%	82,33%	71,49%	63,75%	57,94%	104,01%	89,55%	79,23%	71,49%
Затраты на использованный капитал (Cost of Capital)	922565	975167	1027769	1080370	1252344	1304945	1357547	1410149	1582122	1687325	1739927	1964502
Скорректированная прибыль после уплаты налога на прибыль (NOPAT)	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173
Экономическая добавленная стоимость (EVA)	-922392	-974994	-1027596	-1080197	-1252171	-1304772	-1357374	-1409976	-1581949	-1687152	-1739754	-1964329
Доходность инвестированного капитала (ROCE)	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Spred (разница между ROCE и WACC)	-60,64%	-53,41%	-48,25%	-44,38%	-82,32%	-71,48%	-63,74%	-57,93%	-104,00%	-79,22%	-71,48%	-107,61%